



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA
AL CONGRESO DE LA REPUBLICA

MARZO DE 1999

BANCO DE LA REPUBLICA

JUNTA DIRECTIVA

PRESIDENTE

Juan Camilo Restrepo Salazar
Ministro de Hacienda y Crédito Público

DIRECTORES

Luis Bernardo Flórez Enciso
Antonio Hernández Gamarra
Roberto Junguito Bonnet
Salomón Kalmanovitz Krauter
Leonardo Villar Gómez

GERENTE GENERAL

Miguel Urrutia Montoya

CONTENIDO

I.	INTRODUCCION	5
II.	LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y SUS EFECTOS	7
	A. LA CRISIS ASIATICA	7
	B. EFECTOS DE LA CRISIS ASIATICA	8
III.	LA POLITICA MACROECONOMICA	11
	A. POLITICA FISCAL	11
	B. POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA	13
IV.	EVOLUCION DE LA ECONOMIA DURANTE 1998	22
	A. PRECIOS	22
	B. ACTIVIDAD ECONOMICA	24
	C. BALANZA DE PAGOS	27
	D. EVOLUCION DE LAS ENTIDADES DE CREDITO EN 1998	30
V.	METAS Y PROYECCIONES DE POLITICA PARA 1999	36
	A. BALANZA DE PAGOS	36
	B. FINANZAS PUBLICAS	37
VI.	RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACION FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPUBLICA	38
	A. RESERVAS INTERNACIONALES	38
	B. SITUACION FINANCIERA	40

IR A INFORMES DE LA JUNTA DIRECTIVA
AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

IR AL BANCO DE LA REPÚBLICA, PÁGINA PRINCIPAL

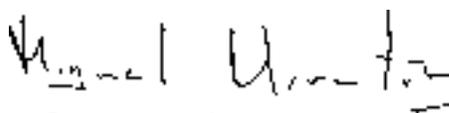
Santafé de Bogotá, D. C., marzo 24 de 1999

*Señores Presidentes y demás miembros
Honorables Comisiones Terceras
Constitucionales Permanentes
Senado de la República
Cámara de Representantes
Ciudad.*

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos de 1998 y en lo corrido de 1999. Luego, se presentan las metas adoptadas por la Junta Directiva para 1999 y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas para este año. En la última sección se informa al Congreso sobre la composición de las reservas internacionales, y la proyección de la situación financiera del Banco para 1999.

Con un atento saludo,



Miguel Urrutia Montoya
Gerente General

I

INTRODUCCION

El objetivo cuantitativo de la Junta Directiva del Banco de la República para 1998 fue reducir la inflación a 16%. En este campo el resultado obtenido es satisfactorio. A pesar de la baja producción de alimentos ocasionada por el fenómeno de “El Niño” durante el primer semestre del año, la tasa de inflación finalizó en 16,7%, cifra cercana a la meta definida. Se espera que el descenso registrado en el ritmo de crecimiento de los precios continúe durante 1999, dando cumplimiento a la meta programada de 15% para este año.

No obstante el favorable comportamiento de la inflación, en 1998 la economía colombiana enfrentó serias dificultades, originadas por la presencia simultánea de desequilibrios internos y por la crisis financiera internacional. Desde hace algunos años, la economía colombiana venía tornándose cada vez más vulnerable a perturbaciones externas, toda vez que los desequilibrios de cuenta corriente y fiscal se fueron acentuando y se venía presentando un deterioro paulatino en la calidad de los activos del sistema financiero desde los años del auge de crédito a comienzos de la década. Dadas estas condiciones iniciales, los choques adversos que desde finales de 1997 afectaron al mundo entero y en particular a las economías de la región, como fueron la caída de los precios de nuestros productos de exportación y el encarecimiento del crédito externo, tuvieron como consecuencia un efecto negativo sobre el crecimiento del ingreso y un deterioro pronunciado en la percepción del riesgo de nuestro país, con los inevitables efectos que esto siempre tiene en crecimiento de producto y las tasas de interés reales internas. Colombia, al igual que otros países del área, experimentó en 1998 un incremento en las tasas reales de interés, una fuerte desaceleración del crecimiento del producto y un incremento del desempleo.

Como resultado de las perturbaciones mencionadas, se presentó además una fuerte presión sobre la tasa de cambio y las reservas internacionales, generándose una disminución en el crecimiento en el dinero base y una caída sustancial en el ahorro financiero del país, medido a través del agregado monetario M3 más bonos. Lo anterior tuvo como consecuencia una disminución notable de la liquidez en la economía, afectando directamente al sistema financiero y a sus deudores. Si bien la mayoría de entidades financieras pudo enfrentar el choque de liquidez en forma exitosa, bien fuera con recursos propios o a través de los distintos canales de apoyo del Banco de la República, no todas han salido bien libradas de este proceso. Es así como las más débiles en materia de solvencia y con fallas en el manejo del riesgo crediticio y de sus tesorerías, como fue el caso de los establecimientos de crédito estatales, los bancos cooperativos y la corporación de ahorro y vivienda privada Granahorrar, han tenido que ser intervenidas directamente por el gobierno nacional o están en proceso de reestructuración.

La debilidad de la actividad económica registrada desde mediados del año anterior se prolongará durante los primeros meses del presente. No obstante, la estabilización de los mercados cambiario y monetario ha permitido, desde fines de 1998, iniciar un plan de reducción gradual de las tasas de interés, mediante el cual se ha buscado estimular el crecimiento de la economía y aliviar la presión sobre los deudores del sistema financiero. Las medidas adoptadas con la emergencia económica de noviembre de 1998 buscan frenar también el debilitamiento del sector financiero y aligerar, en particular, la carga de los deudores del sistema UPAC. Adicionalmente, la reciente disminución del crecimiento del gasto agregado y la devaluación de la tasa de cambio acumulada desde mediados de 1997 viene facilitando una importante reducción en el déficit de la balanza comercial del país, desde 1998, lo que continuará contribuyendo a disminuir el desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El gobierno nacional se ha comprometido además a reducir el déficit fiscal, ajustando principalmente las finanzas del gobierno nacional central. Con este propósito presentó un proyecto de Reforma Tributaria que fue aprobado a finales de 1998, hizo recortes al Presupuesto General de la Nación de 1998 y 1999 y obtuvo por parte del Congreso facultades para reestructurar algunas entidades del sector público. De esta manera, se espera que a diferencia de años anteriores el ajuste a los desequilibrios descritos no recargue excesivamente la política monetaria, reduciéndose las presiones sobre las tasas de interés y permitiendo mayores avances en la disminución del desequilibrio externo. Cabe mencionar que en Colombia, a diferencia de otros países, el Congreso contribuyó de manera importante a este proceso con la aprobación de la Reforma Tributaria y el apoyo a la Emergencia Económica. Los desarrollos descritos deben conducir a una recuperación de la actividad económica a partir del segundo semestre de 1999, la cual sería sostenible de lograrse la corrección del desequilibrio fiscal.

Este informe tiene seis secciones incluyendo esta introducción. En la segunda sección se presenta un análisis de la crisis financiera internacional, resaltando sus efectos sobre la economía colombiana. En la tercera, se expone la política macroeconómica de 1998, seguida por una cuarta sección en la que se repasa el desempeño de la economía tanto en el aspecto interno como en el externo. En la quinta sección se analizan las perspectivas para el año en curso y en la última, se presenta la situación financiera del Banco de la República y las reservas internacionales.

II

LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y SUS EFECTOS

A. LA CRISIS ASIATICA

Entre julio y octubre de 1997, varias de las principales economías de Asia enfrentaron graves crisis macroeconómicas. En cada uno de los países afectados, la crisis estuvo acompañada de fuertes devaluaciones, quiebras de empresas e instituciones financieras, caídas drásticas en el crecimiento del producto y reducciones significativas en los salarios reales y en el nivel de vida de la población (véase Cuadro 1 y Gráfico 1). Los efectos de la crisis se extendieron inesperadamente a lo largo de 1998, afectando a una multitud de economías disímiles, desde Rusia hasta Brasil.

El repentino derrumbe de las economías asiáticas fue ocasionado por una secuencia de factores comunes. Las naciones afectadas fueron beneficiadas por un sustancial aumento en las entradas de capital durante los primeros años de la década del noventa, el cual contribuyó a una inusitada expansión del gasto y el crédito en la economía. Parte de esta expansión se dedicó a grandes proyectos de inversión de baja rentabilidad social. Adicionalmente, la debilidad de los esquemas de regulación y supervisión financiera imperantes en estos países facilitó la proliferación de prácticas de alto riesgo por parte de las instituciones de crédito y los conglomerados empresariales, lo cual debilitó paulatinamente la salud de un sistema financiero con una alta proporción de endeudamiento externo representado en obligaciones de corto plazo. En varios países estos factores originaron los ataques cambiarios.

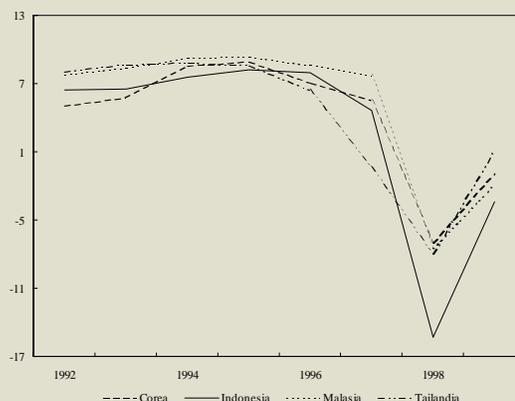
CUADRO 1
PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS
DEL SUDESTE ASIATICO
(1996-1998)

	Corea	Indonesia	Malasia	Tailandia
Crecimiento % PIB				
1996	7,1	8,0	8,6	6,4
1997	5,5	4,6	7,7	(0,4)
1998 1/	(7,0)	(15,3)	(7,5)	(8,0)
Devaluación nominal				
1996	4,3	4,2	0,5	1,7
1997	18,3	24,2	11,8	23,8
1998 1/	70,2	321,2	53,1	51,5
Inflación				
1996	4,9	8,0	3,6	5,9
1997	4,4	6,7	2,7	5,6
1998 1/	8,5	50,7	4,8	9,7
Interés nominal				
1996	7,5	17,3	7,1	10,3
1997	10,8	20,0	7,8	10,5
1998 1/	16,4	34,7	9,4	11,9

1/ Para 1998 se utilizaron cifras hasta el tercer trimestre.

Fuente: FMI. Para PIB 1998 se tomaron las estimaciones del Pacific Economic Outlook.

GRAFICO 1
PIB - PAISES DEL SUDESTE ASIATICO
(1992-1999)
(CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL)

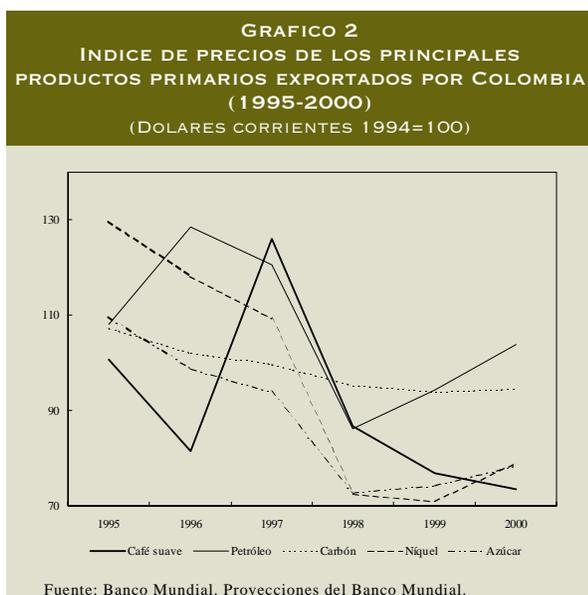


Fuente: 1999 proyectado por el Pacific Economic Coop. Council.

B. EFECTOS DE LA CRISIS ASIATICA

La crisis asiática generó secuelas que han afectado con especial fuerza el resto de economías emergentes. La caída de su producto y la devaluación de las monedas han ejercido un efecto directo sobre quienes se beneficiaban de la colocación de productos de exportación en sus mercados y reducido los precios de una amplia gama de bienes primarios (Gráfico 2). Por ejemplo, el índice de precios de productos básicos no energéticos calculado por el Banco Mundial cayó en 15,7% entre 1997 y 1998, mientras que el índice de energéticos se redujo en 28,5%. El debilitamiento económico global contribuyó igualmente a una disminución de los precios de las manufacturas, aunque de menor magnitud. Los precios de estos bienes se redujeron en 3,9% entre 1997 y 1998, de acuerdo con el Banco Mundial (Gráfico 3).

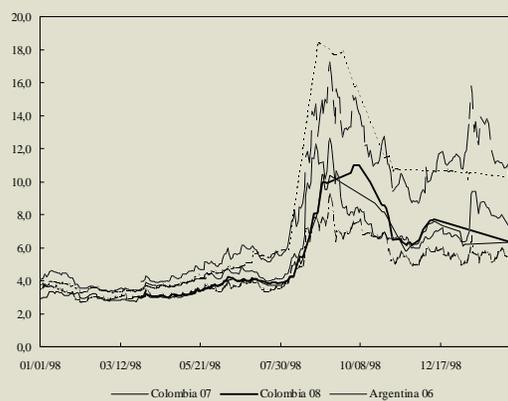
Otro efecto importante de la crisis asiática fue el cambio de actitud hacia las economías emergentes de los inversionistas y acreedores extranjeros. El gran interés por colocar recursos en economías de bajo desarrollo relativo disminuyó drásticamente en la medida en que se propagó el nerviosismo y se produjo un cambio de portafolio hacia activos de menor riesgo. Esta tendencia se intensificó después del anuncio de la devaluación del rublo y de la moratoria parcial en



el servicio de la deuda de Rusia, ocurridas a mediados de agosto de 1998. Como resultado, en las grandes economías de América Latina se registró un importante retiro de la inversión extranjera de portafolio, un aumento de los diferenciales de tasas de interés de la deuda soberana, una creciente dificultad para obtener recursos externos y una caída en los precios de las acciones y los bonos (gráficos 4 y 5). El efecto ha sido más intenso para aquellos países con altas necesidades de crédito externo (v.gr., con mayores déficit en cuenta corriente), con grandes acervos de inversión extranjera de portafolio, con desequilibrios en las cuentas públicas y con sistemas financieros más frágiles.

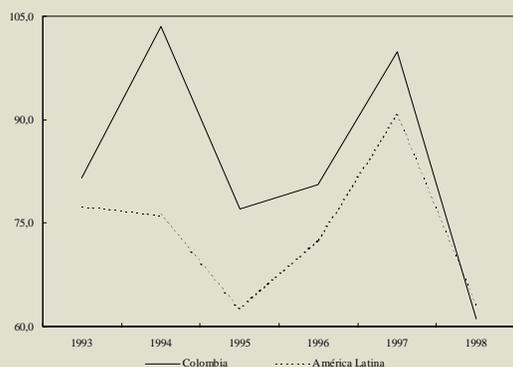
Las secuelas de la crisis asiática afectaron virtualmente a todas las economías de América Latina en 1998. La tasa promedio de crecimiento se redujo sustancialmente, al pasar de 5,2% en 1997 a 2,3% en 1998 (Cuadro 2). La mayoría de los países sufrieron importantes disminuciones en los precios de sus exportaciones, lo cual impidió avances sustanciales en la reducción del desequilibrio externo. Los términos de intercambio cayeron en 4,1% en conjunto para la región, aunque para países como Venezuela, Chile, Ecuador, Perú y Colombia el deterioro fue más marcado (Cuadro 3). La mayor competencia de las exportaciones asiáticas ha perjudicado a varios países de América Latina, especialmente México, Brasil,

GRAFICO 4
SPREADS LATINOAMERICANOS 10 AÑOS
(ENERO DE 1998-FEBRERO 17 DE 1999)
(PORCENTAJES)



Fuente: Bloomberg.

GRAFICO 5
INDICE DE PRECIOS EN DOLARES DE BOLSAS
(JUNIO 1997=100)
(1993-1998)



Fuente: CEPAL.

CUADRO 2
PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS
DE AMERICA LATINA
(1996-1998)

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Perú	Venezuela
Crecimiento % PIB								
1996	4,4	2,9	7,0	2,1	2,3	5,5	2,3	(1,3)
1997	8,4	3,0	7,1	3,0	3,3	7,0	7,4	5,1
1998 1/	5,2	0,5	4,5	0,2	0,5	4,6	3,0	(2,5)
Devaluación nominal								
1996	0,0	6,8	6,9	1,8	24,4	2,7	13,0	64,3
1997	0,0	7,4	14,3	28,7	21,8	3,0	5,0	5,8
1998 1/	0,0	8,3	(6,1)	16,5	54,1	22,0	15,8	11,9
Inflación promedio								
1996	0,1	9,1	6,6	20,8	25,6	27,7	11,8	103,2
1997	0,3	4,3	6,0	18,5	30,6	15,7	6,5	37,6
1998 1/	0,9	2,6	4,3	18,7	45,0	17,4	6,0	31,2
Interés nominal								
1996	7,4	26,5	13,5	31,2	41,5	24,7	14,9	27,6
1997	7,0	24,4	12,0	24,1	28,1	14,7	15,0	14,7
1998 1/	7,6	27,7	14,9	32,7	39,3	13,8	15,0	34,9

1/ Hasta el tercer trimestre de 1998 para algunos casos.
Fuente: CEPAL y WEFA.

CUADRO 3
VARIACION EN LOS TERMINOS DE INTERCAMBIO
PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
(1998)

Países ordenados de mayor a menor pérdida	Porcentaje de cambio
Países con pérdidas	
Venezuela	(22,8)
Chile	(10,5)
Perú	(8,8)
Ecuador	(8,4)
Colombia	(6,3)
Paraguay	(4,8)
Bolivia	(4,5)
Argentina	(4,5)
México	(2,6)
Panamá	(1,8)
Países sin cambio	
Brasil	0,0
Países con ganancia	
Rep. Dominicana	0,9
El Salvador	2,5
Haití	2,8
Costa Rica	3,9
Uruguay	4,8
Guatemala	5,3
Nicaragua	6,4
Honduras	7,5
América Latina	(4,1)

Fuente: BID, Integration and Trade in the Americas. (Special Report: The International Financial Crisis, Implications for Latin America and the Caribbean).

CUADRO 4
EXPORTACIONES DE AMERICA LATINA
EXPUESTAS A LA COMPETENCIA ASIATICA 1/
(1995)

Países	Como porcentaje de las exportaciones totales 2/
México	55,6
Brasil	28,9
Colombia	22,6
Argentina	16,5
Perú	12,0
Chile	7,3
Venezuela	6,8
Ecuador	6,1
Promedio grandes países de América Latina	19,5
Total América Latina y el Caribe	32,9

1/ Corresponde a las exportaciones de cada país que compiten con las exportaciones asiáticas en terceros mercados.

2/ Incluye solo las exportaciones hacia América Latina y los países de la OECD.

Fuente: BID, Integration and Trade in the Americas. (Special Report: The International Financial Crisis, Implications for Latin America and the Caribbean, February, 1999).

Colombia y Argentina (Cuadro 4). Un factor que evitó un mayor deterioro en las cuentas externas fue la reducción de los precios de los productos manufacturados de importación.

Las dificultades de acceso a financiación externa afrontadas en 1998, aunadas a la imposibilidad de registrar mejoras sensibles en la balanza comercial, aumentaron la vulnerabilidad de las principales economías latinoamericanas ante un cierre en la financiación externa. Los países más afectados han sido aquellos con más fuertes desequilibrios externo y fiscal iniciales, con sistemas financieros más frágiles y con altos acervos de deuda externa de corto plazo.

Para enfrentar el creciente desbalance externo y su limitada financiación se requirió un manejo contractivo del gasto interno. Esta tarea recayó, en la mayoría de los casos, en la política monetaria, ya que la fiscal no tenía la flexibilidad necesaria para cumplir ese papel¹. Las principales economías de la región han arrojado resultados similares durante 1998: la tasa de crecimiento del producto disminuyó, los ingresos por exportaciones perdieron dinamismo, las tasas de interés aumentaron y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentó o permaneció en niveles altos.

¹ Véase Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, CEPAL, 1998.

III

LA POLITICA MACROECONOMICA

La crisis asiática que se inició a mediados de 1997 no produjo efectos inmediatos sobre la economía colombiana. El deterioro de los precios de nuestros productos básicos de exportación y la continua intranquilidad financiera internacional ensombrecieron el panorama externo a principios de 1998, reduciendo el acceso al financiamiento externo con que el país venía contando desde principios de los años noventa y ofreciendo pocas alternativas en el manejo de su política económica. La situación de la economía internacional aceleró la necesidad de un ajuste macroeconómico que de alguna manera se reflejara en una reducción del gasto de los colombianos, compromiso que fue asumido por el nuevo gobierno en su programación fiscal.

En este contexto es de resaltar que los costos del proceso de ajuste son menores si distintos instrumentos de la política económica se utilizan de forma coherente. Como ya se mencionó, la política fiscal es poco flexible en el corto plazo, y, como se verá en los resultados fiscales del año, contribuyó marginalmente al ajuste. Esto quiere decir que a pesar de los esfuerzos del gobierno, la responsabilidad de dicho ajuste cayó desproporcionadamente sobre la política monetaria, lo cual indujo costos mayores en términos de la actividad económica privada que los que se habrían presentado si se hubiese reducido aún más el ritmo de crecimiento del gasto público.

A. POLITICA FISCAL

El déficit del sector público colombiano viene aumentando desde mediados de los años noventa, siendo las finanzas del gobierno nacional central la

principal causa de ese sostenido desbalance (Gráfico 6). La continua expansión del gasto, derivada en parte de las nuevas responsabilidades fiscales establecidas por la Constitución de 1991, es la principal causa del deterioro de las finanzas de la administración central. En efecto, el gasto total del gobierno pasó de representar el 11,2% del PIB en 1990 a 18,7% del PIB en 1998, siendo las transferencias y el pago por intereses los de mayor dinamismo durante este período (el primero pasó de 4,9% a 9,6% del PIB y el segundo de 1,3% a 3,2% del PIB). Los servicios personales y gastos generales no registran mayores cambios como porcentaje del PIB, a lo largo de la década, aunque entre 1992 y 1993 se puede observar una expansión de pagos por estos conceptos, la cual se asocia a la creación de nuevas entidades públicas por orden constitucional (Gráfico 7).

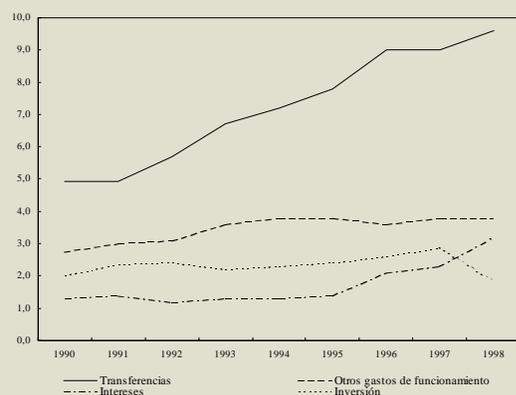
El año de 1998 se inició con la misma tendencia y con la necesidad inaplazable de emprender el proceso de ajuste dada la crisis financiera internacional. No

GRAFICO 6
SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO, DEFICIT (-) O
SUPERAVIT (+) (1990-1998)
(PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: CONFIS.

GRAFICO 7
GASTO DEL GOBIERNO NACIONAL
(1990-1998)
(COMO PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: CONFIS.

obstante, a pesar de los esfuerzos del gobierno, el déficit del sector público no financiero, sin incluir privatizaciones, terminó el año en \$4.841 miles de millones (mm), lo que equivale al 3,8% del PIB y a un incremento de 0,2% del PIB con respecto a 1997. El desbalance global se explica principalmente por el déficit del gobierno nacional central, el cual ascendió a \$6.941 mm, o 5,5% del PIB. Si las privatizaciones se incluyen como un ingreso (\$752 mm equivalentes a 0,65% del PIB) el déficit consolidado pasa a 3,2% del PIB (Cuadro 5).

El desbalance en las finanzas del gobierno nacional no sólo obedece a la permanente expansión del gasto de funcionamiento y al pago de los intereses de la deuda sino a la pérdida de dinamismo de las rentas de origen tributario por la desaceleración económica observada en el segundo semestre del año. Mientras que los gastos de funcionamiento y el pago de intereses crecieron 23%² y 65%, respectivamente, el recaudo de impuestos sólo aumentó 13%, a pesar de los esfuerzos de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales en materia de fiscalización y gestión³.

² Es importante anotar que el pago por transferencias creció 26% respecto al valor observado en 1997.

³ La pérdida de dinamismo de los ingresos de origen tributario puede atribuirse a los impuestos de renta y de ventas internas cuyos recaudos anuales sólo crecieron 14% y 5%, respectivamente.

CUADRO 5
SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO
(1997-1998)
(DEFICIT (-) O SUPERAVIT (+))

Concepto	1997		1998 (pr)	
	Miles de millones de pesos	% del PIB	Miles de millones de pesos	% del PIB
Eléctrico	(257,0)	(0,24)	(773,0)	(0,61)
CARBOCOL	64,0	0,06	117,0	0,09
F.A.E.P.	59,0	0,05	155,0	0,12
ECOPETROL	(308,0)	(0,28)	131,0	0,10
TELECOM	210,0	0,19	205,0	0,16
Metro de Medellín	(22,0)	(0,02)	75,0	0,06
Resto de entidades	142,0	0,13	(153,0)	(0,12)
Seguridad social	1.493,0	1,37	2.143,0	1,69
Regional y local	(1.036,0)	(0,95)	(88,0)	(0,07)
Entidades no incluidas	(14,0)	(0,01)	256,0	0,20
Fondo Nacional del Café	181,0	0,17	32,0	0,03
Gobierno Nacional	(4.504,0)	(4,15)	(6.941,0)	(5,46)
Total	(3.992,0)	(3,67)	(4.841,0)	(3,81)
Total con privatizaciones	(26,0)	(0,02)	(4.089,0)	(3,22)

(pr) preliminar.
Fuente: CONFIS.

El gasto neto del pago de intereses y del préstamo neto registra un crecimiento anual de 14%, con lo cual se dio cumplimiento al compromiso del gobierno ante la Junta Directiva del Banco de la República para que estas erogaciones no se expandieran más del 18% en 1998. Esto se debió en gran parte a la disminución de 28% en la inversión del gobierno nacional respecto al valor observado en 1997.

El déficit del gobierno fue compensado de manera parcial con el superávit del resto del sector público que llegó a ser de \$2.100 mm (1,7% del PIB). Con relación al resto del sector público se puede destacar el superávit que presenta la seguridad social, \$2.143 mm y el significativo déficit del sector eléctrico, \$773 mm⁴. A pesar de los bajos precios internacionales que caracterizaron los mercados petrolero y cafetero a lo largo del año, Ecopetrol⁵ y el Fondo Nacional del Café alcanzaron una situación de equilibrio.

⁴ El desajuste fiscal de este sector está asociado en buena parte a la inclusión en el consolidado fiscal de las operaciones de Corelca, las cuales a pesar del proceso de capitalización de la empresa en transmisión y distribución de energía, continuaron registrándose dentro de las cuentas del sector público, debido al aplazamiento de la venta de la parte de generación de energía de la empresa y a la capitalización de Transelca por parte de ISA.

⁵ El balance superavitario de Ecopetrol está asociado principalmente al ajuste en los pagos de inversión de la empresa.

B. POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA

En diciembre de 1997 la Junta Directiva del Banco estableció las metas de la política monetaria y las características de la banda cambiaria para 1998. El crecimiento del punto medio del corredor de la base monetaria a finales de 1998 respecto al punto medio de cierre del corredor de 1997 se fijó en 16%, para los niveles de encaje vigentes. La banda cambiaria se definió con una pendiente de 13% y una amplitud de 7 puntos porcentuales a partir del punto medio. Adicionalmente, la Junta anunció el seguimiento y la evaluación permanente, a lo largo de 1998, de la base monetaria, del agregado monetario más amplio (M3 más bonos), del crecimiento del crédito público y privado, y de las tendencias de la inflación observada y proyectada.

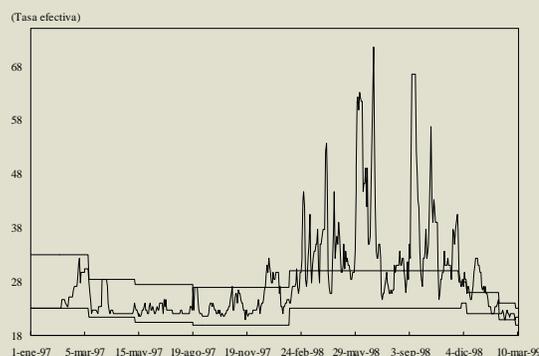
Sin embargo, debido a la prolongación y agudización de la crisis financiera internacional, se hizo necesario un ajuste importante en el gasto agregado de la economía, el cual recayó principalmente sobre el sector privado a través de una política monetaria restrictiva, dada la poca flexibilidad del gasto público en el corto plazo. Esto se tradujo en una restricción al crédito doméstico, en la consecuente alza de las tasas de interés, lo cual apoyó la defensa de la banda cambiaria mediante la venta de divisas.

Desde principios del año, el Banco tuvo que intervenir activamente en el mercado de divisas vendiendo en febrero US\$411 millones (m). Esta primera intervención fuerte del Banco estuvo acompañada por un incremento de la banda de intervención de la tasa de interés interbancaria, que situó la tasa mínima en 23% y la máxima en 30% (Gráfico 8). Después de dos meses de tranquilidad cambiaria, durante los cuales el Banco suministró liquidez mediante la compra definitiva de TES en el mercado secundario y flexibilizó el acceso a los cupos de REPOS, en mayo y junio el Banco tuvo que recurrir de nuevo a la venta de divisas (esta vez por US\$432 m en los dos meses) y restringir el acceso de liquidez al Banco por parte de las entidades financieras.

Ante esta nueva presión cambiaria, la Junta Directiva decidió suspender temporalmente la compra de TES y no reponer la liquidez que se perdía en el mercado monetario. Como resultado de estas medidas, la volatilidad y el nivel de la tasa de interés interbancaria se incrementaron. Pasada la contienda electoral, las medidas adoptadas tranquilizaron el mercado cambiario por otro mes y medio, lo que le permitió al Banco restablecer las operaciones de suministro de liquidez mediante la compra definitiva de TES y eliminar el encaje marginal que existía desde 1995.

A principios de agosto, la Junta Directiva empezó a trabajar en el diseño de una nueva programación macroeconómica, con la intención de fijar nuevas metas globales antes del fin de año. Cambios importantes en el entorno externo e interno hacían fundamental ajustar la política macroeconómica para lo que restaba del año y anticipar el anuncio de las metas de 1999. La nueva programación incorporaba el compromiso del nuevo gobierno de reducir el déficit fiscal. También se buscaba responder a los crecientes efectos de la crisis financiera internacional y a la evidencia de que los cambios recientes en el contexto externo habían alterado el nivel de la tasa de cambio real de equilibrio. Durante la elaboración de la programación se desencadenó otro ataque cambiario que coincidió con la moratoria parcial de pagos de Rusia, anunciada el 17 de agosto.

GRAFICO 8
FRANJA DE INTERVENCIÓN Y TASA
INTERBANCARIA (TIB)
(ENERO DE 1997-MARZO 10 DE 1999)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

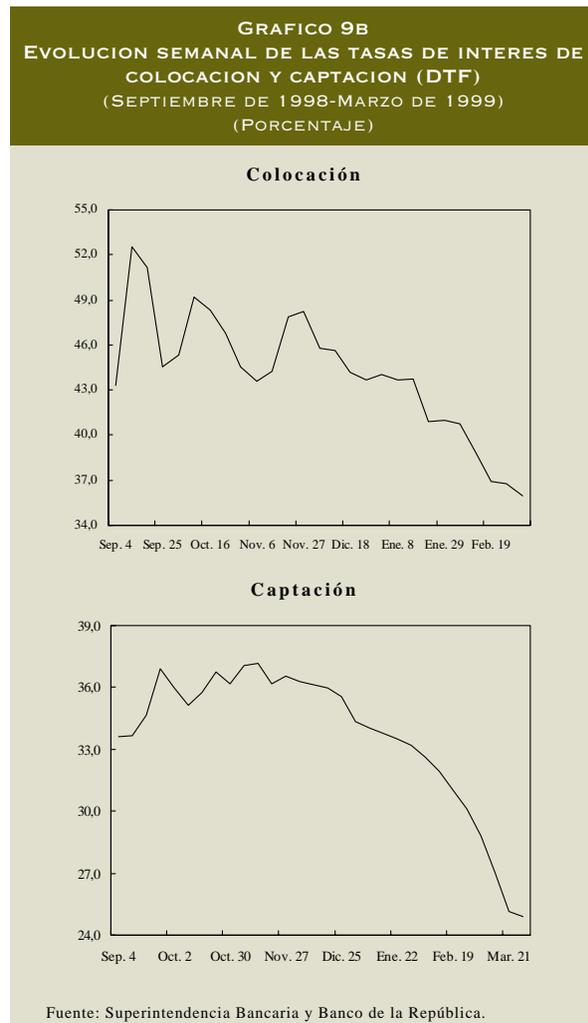
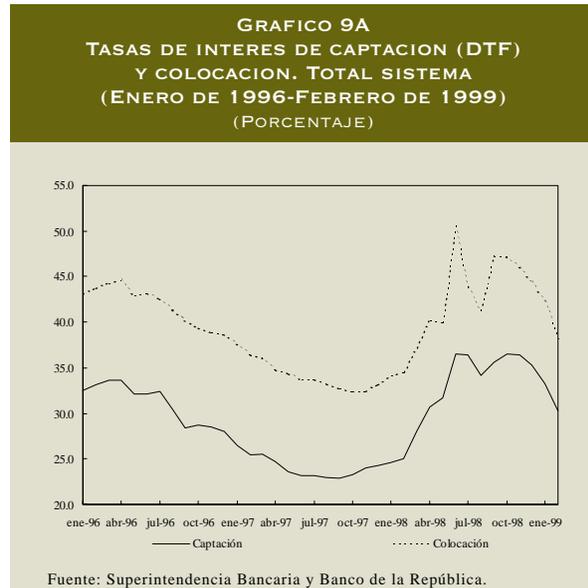
En los primeros días de septiembre, la Junta Directiva del Banco de la República adoptó por mayoría un programa macroeconómico, en el que se establecieron las metas de la política fiscal, monetaria y cambiaria hasta fines de 1999. Como parte de este paquete, se decidió desplazar la banda cambiaria nueve puntos hacia arriba, manteniendo su amplitud de 7% a partir del punto medio y su pendiente de 13%.

Durante el resto del año, a medida que fue ganando credibilidad el programa macroeconómico, los mercados monetarios y cambiarios se estabilizaron paulatinamente. A esto contribuyó la declaratoria de la Emergencia Económica en noviembre mediante la cual se adoptaron medidas para fortalecer el sistema financiero.

La mayor credibilidad de la política macroeconómica le permitió a la Junta Directiva adoptar medidas para incrementar la liquidez de la economía y reducir la volatilidad y el nivel de la tasa de interés interbancaria (en el recuadro se presenta un listado completo de las medidas tomadas). Desde octubre se disminuyeron los encajes y se modificaron los procedimientos para acceder a los apoyos ordinarios y especial de liquidez y para remunerar los encajes de los certificados de depósito a término y de cuentas de ahorro. En noviembre, la Junta Directiva efectuó la primera de una serie de reducciones de la franja de intervención del mercado de la tasa de interés interbancaria bajando el techo de 30% a 26% y el piso de 23% a 22%. Igualmente, se estableció una tasa máxima de intervención en 30% a la cual se ofrecía toda la liquidez demandada a un plazo de siete días, que podía ser respaldada con cartera o TES. Esto determinó un rango de tasas entre 26% y 30% para las operaciones REPOS.

Desde mediados de septiembre, volvió la calma al mercado cambiario, se detuvo la salida de reservas internacionales y se incrementó el suministro de liquidez al mercado financiero. En diciembre, las agencias evaluadoras de riesgo reconocieron la coherencia de las nuevas políticas monetarias, cambiarias y fiscales, anunciando que Colombia mantendría el grado de inversión durante 1999. Estas

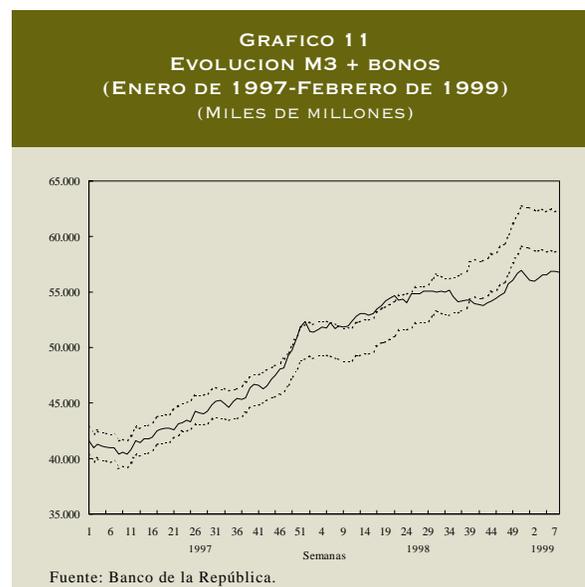
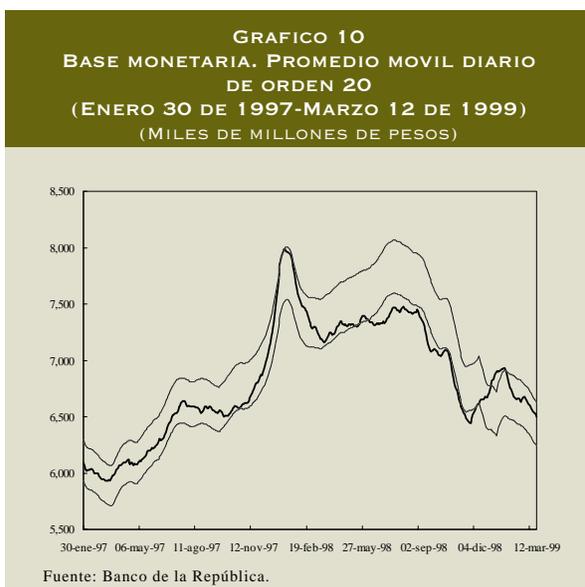
circunstancias han permitido la reducción gradual y sostenida de las tasas de interés desde principios de octubre (Gráfico 9A y 9B).



CRONOLOGIA DE LAS PRINCIPALES DECISIONES DE POLITICA DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPUBLICA

Fecha	Decisión
23 de enero	Se aprobó el corredor de la base monetaria para 1998.
30 de enero	Se redujo el porcentaje del depósito para el desembolso de los recursos provenientes de crédito externo, del 30% al 25%, y se disminuyó el plazo para la restitución del depósito de 18 meses a 12 meses.
13 de febrero	Se aumentaron las tasas de intervención del Banco a un día en 3 puntos porcentuales y se cerró la ventanilla de REPOS a plazos mayores de un día.
27 de marzo	Se decidió suministrar liquidez a la economía mediante la compra de TES.
22 de mayo	Se determinó cerrar durante el mes de junio las operaciones de contracción a 30 días.
2 de junio	Se suspendieron los REPOS a 7 días y la compra de TES en el mercado secundario.
3 de julio	Se autorizó operaciones REPOS respaldadas con la cartera de calidad A.
31 de julio	Se aumentó el plazo de REPOS con cartera de 7 a 14 días.
21 de agosto	Se acordó colocar títulos de participación a un día.
1 de septiembre	Se estableció el programa macroeconómico para 1999 y se analizó la propuesta de ajuste fiscal de la actual administración. Se acordó: <ul style="list-style-type: none"> ⊗ Una meta de inflación del 15% a finales de 1999. ⊗ Un crecimiento para el M3 más bonos en 1999 igual al del PIB nominal. ⊗ Elevar el nivel de la banda cambiaria en 9 puntos porcentuales y mantener la pendiente en 13%. ⊗ Bajar en tres puntos porcentuales el corredor de la base monetaria vigente en 1998.
18 de septiembre	Se redujo el depósito de endeudamiento externo del 25% al 10% y el plazo de 12 meses a 6 meses.
2 de octubre	Se disminuyó del 10% al 8% el porcentaje del encaje aplicable a los depósitos de ahorro, cuentas de ahorro de valor constante y pasivos similares. Se redujo del 5% al 3% el porcentaje aplicable a los certificados de depósito a término, certificados de ahorro de valor constante, cédulas hipotecarias y otros pasivos similares que tengan un plazo de vencimiento menor de 18 meses. Se eliminó el encaje del 5% sobre los certificados de depósito a término, certificados de valor constante y cédulas hipotecarias con plazo igual o superior a 18 meses registrados a 30 de junio de 1996. Se eliminaron las subastas de REPOS a 14 días y se aumentó el monto de REPOS a 7 días. Se abrió la ventanilla de títulos de participación a 7 días.
16 de octubre	Se reinició la compra definitiva de TES en el mercado secundario.

30 de octubre	<p>Se redujo el encaje sobre cuentas corrientes de 21% a 19%.</p> <p>Se estableció una remuneración de 16% efectivo anual sobre los encajes de certificados de depósito a término y de 12% efectivo anual sobre los encajes de las cuentas de ahorro.</p> <p>Se definió adquirir TES y mantener cupos de REPOS para cubrir los cambios temporales de liquidez.</p> <p>Se aprobaron REPOS con títulos emitidos por FOGAFIN.</p>
6 de noviembre	<p>Se acordó la realización de REPOS a plazos superiores a 15 días.</p> <p>Se redujo el encaje sobre las cuentas corrientes del 19% al 16%; sobre las cuentas de ahorro, del 8% al 7%; y sobre los depósitos a término, del 3% al 2,5%. Transitoriamente, se redujeron en 2 puntos porcentuales los encajes sobre las cuentas de ahorro y CDT.</p> <p>Se aprobó el sistema de subastas para el otorgamiento de REPOS, estableciéndose una tasa mínima de corte de 30% y se abrió una ventanilla a una tasa "lombarda" de 37% a partir de la cual se otorga liquidez en cuantía ilimitada.</p> <p>Se cerraron las operaciones de contracción a 7 días.</p>
26 de noviembre	<p>Se redujo la tasa mínima de corte de subastas de REPOS del 30% a 28%.</p>
4 de diciembre	<p>Se abrió la ventanilla de REPOS con TES a 7 días.</p>
11 de diciembre	<p>Se redujeron en dos puntos porcentuales las tasas de interés de intervención (mínima de expansión, de 28% a 26% y "lombarda" de 35% a 33%), así como la de contracción (24% a 22%).</p> <p>Se aumentó el cupo autorizado para hacer operaciones REPOS con títulos de FOGAFIN.</p>
14 de diciembre	<p>Se aprobó el corredor de la base monetaria para 1999.</p> <p>Se estableció una nueva modalidad de apoyo transitorio de liquidez que facilita la obtención de recursos para las entidades que no tienen papeles elegibles para las operaciones REPOS.</p> <p>Se facilitó el acceso al apoyo ordinario de liquidez, al modificarse el sistema de cálculo del monto que puede ser otorgado por el Banco.</p> <p>21 de diciembre Se amplió el rezago entre el período para el cual se hace el cálculo del encaje requerido y el momento en que las entidades financieras deben depositarlo.</p> <p>Se unificó el período del encaje.</p>



1. Los agregados monetarios

Durante los tres primeros meses de 1998, el promedio móvil de orden 20 de la base monetaria presentó una tendencia persistente al descenso hacia la parte inferior del corredor. Allí se mantuvo hasta mayo y posteriormente se situó por debajo del mismo hasta noviembre. A finales de 1998, la tendencia decreciente se revirtió, finalizando el año ligeramente por encima del mismo (Gráfico 10). La reserva bancaria terminó el año en \$2.320 mm, lo que representa una caída de 45% frente a 1997, explicada, principalmente, por la reducción de los encajes de la segunda mitad del año. El saldo del efectivo al finalizar 1998 fue de \$4.603 mm, con un incremento anual de 12%. De esta manera, el saldo de la base monetaria al final del año fue \$6.923 mm, cifra inferior en 17% a la observada en diciembre del año anterior. Una vez se descuenta el efecto de reducción de los encajes, la base monetaria creció 11,4%.

El agregado monetario más amplio, M3 más bonos, se ubicó hasta mediados de abril cerca del techo de su corredor. A partir de ese momento, empezó una tendencia decreciente, situándose desde mediados de octubre por debajo del mismo (Gráfico 11). Este comportamiento del agregado implicó un crecimiento a tasas superiores al 20% durante el primer semestre del año, mientras que durante el segundo semestre éste fue sustancialmente menor, terminando el año con un incremento anual de 7,8%.

Con respecto al bajo crecimiento de M3 más bonos se puede decir que éste está asociado a cuatro factores. El primero, la financiación interna del déficit fiscal del sector público implicó una importante transferencia de recursos de ahorro financiero del sector privado al sector público. El efecto sobre el sistema financiero fue el de un importante drenaje de recursos prestables, ya que el saldo de los títulos emitidos por el gobierno central (TES B) al cierre de 1998 se elevó 40,5% al pasar de \$9.516 mm a \$14.236 mm, lo que constituye el 25,2% de M3 más bonos, frente a 18,2% al cierre de 1997. En segundo término, los agentes económicos desplazaron su demanda de activos financieros en pesos por activos financieros denominados en dólares ante las fuertes expectativas de devaluación. Por ejemplo, las reservas internacionales se redujeron en US\$1,452 m (frente a una acumulación de US\$211 m en 1997), debido en parte al retiro de US\$729 m de los fondos de inversión extranjeros (frente a una entrada de US\$407 m en 1997). Esto generó una menor intermediación financiera, ya que los activos financieros denominados en dólares no generan efecto multiplicador sobre el sistema financiero local. En tercer lugar, las dos anteriores circunstancias podrían haberse agudizado por una disminución del ahorro financiero como resultado de la fuerte desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía. Finalmente, el bajo crecimiento de M3 más bonos se puede ver como la respuesta rezagada a la caída de la base monetaria.

Estos eventos dificultaron la gestión del sistema financiero que se enfrentó a dificultades generadas por la deflación de precios de la finca raíz, además de las de tipo coyuntural originadas en la desaceleración de la economía.

2. Tasas de interés

Durante 1998, la tasa de interés interbancaria (TIB) se incrementó de 29,6% en promedio en el primer trimestre a 39,6% en el segundo. Luego se redujo a 35,9% en el tercero y a 32,4% en el último trimestre (Gráfico 8). Este comportamiento de la TIB estuvo acompañado de grandes fluctuaciones, observándose un nivel mínimo de 22% a finales de enero y uno máximo de 71,5% el 2 de julio. Los niveles alcanzados por la TIB se reflejaron en la evolución de las tasas de interés pasivas y activas. En efecto, la tasa de interés DTF, en promedio, pasó de 25,9% en el primer trimestre, a 33% en el segundo, a 35,4% en el tercero y a 36,1% en el último trimestre (Gráfico 9). Por su parte, la tasa de interés de colocación, en promedio, ascendió de 35,3% en el primer trimestre, a 43,6% en el segundo, a 44,1% en el tercero y a 45,9% en el último trimestre.

El comportamiento de las tasas de interés en 1998 se explica por tres factores principales: i) el aumento de las expectativas de devaluación; ii) el incremento del riesgo crediticio del país y el riesgo del sistema financiero, y iii) la política monetaria. Los dos primeros factores están asociados con los desequilibrios fiscal y de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y la crisis financiera internacional reflejada en la caída en los términos de intercambio, las previsiones sobre dificultades del acceso del país a los mercados internacionales de capital, y las expectativas de desmejora en las calificaciones del país por parte de las agencias evaluadoras de riesgo. Finalmente, como ya se mencionó, la respuesta de la política monetaria al restringir la liquidez ante las presiones sobre la tasa de cambio llevó a una elevación de las tasas de interés.

La estabilización lograda con las medidas adoptadas por la Junta en septiembre ha permitido una reducción gradual y sostenida de las tasas de interés. Este

comportamiento se vio favorecido por el plan de ajuste fiscal propuesto por la nueva administración, la declaratoria de la Emergencia Económica, el mantenimiento de la calificación por parte de las agencias evaluadoras de riesgo y la obtención de recursos externos para financiar el programa fiscal del Gobierno. Las tasas de interés interbancarias se redujeron sostenidamente en el último trimestre y el Banco apoyó dicha reducción con aumentos en la oferta de liquidez de acuerdo con las necesidades de la economía. Lo anterior ha conducido a que durante lo que va corrido de 1999 se registre una fuerte reducción de las tasas de interés DTF y de colocación, las cuales se sitúan en la actualidad en niveles del 24,9% y 36%, respectivamente.

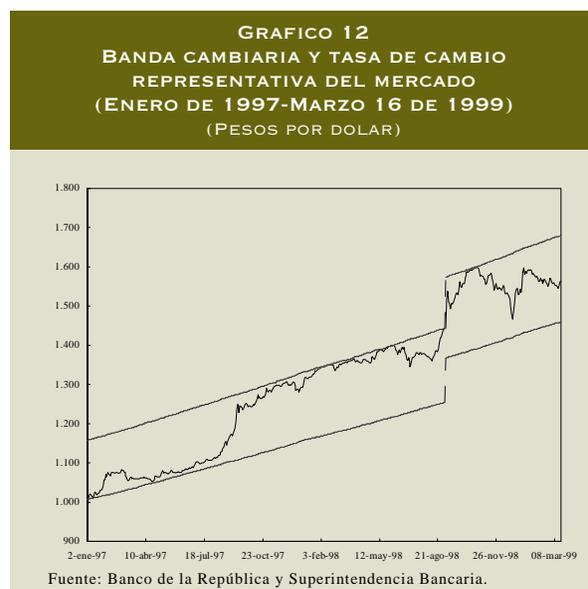
3. Tasa de cambio

Desde 1994 la tasa de cambio nominal se ha mantenido dentro de una banda ancha, públicamente anunciada, alrededor de una paridad que es periódicamente ajustada en pequeñas cantidades, con el fin de mantener la tasa de cambio nominal alrededor de su punto medio de paridad, en línea con los determinantes fundamentales de la tasa de cambio real. El ancho del corredor cambiario ha sido en todos estos años de 7 puntos porcentuales a partir del punto medio, y el deslizamiento de la banda ha tenido como determinante principal el diferencial de inflación entre Colombia y los principales socios comerciales. De esta forma, la banda siempre ha sido diseñada teniendo en cuenta que la inflación no erosione de manera significativa y progresiva la competitividad del país. A finales de 1997 se definió que la tasa de devaluación de la banda durante 1998 sería de 13%, cifra resultante de una meta de inflación de 16% y una inflación esperada en los principales socios comerciales cercana al 3%.

La banda cambiaria se defiende de igual manera que algunos sistemas de tasa de cambio fija o semi-fija. El primer instrumento de defensa es la intervención del banco central en el mercado cambiario, compromiso que es obligatorio cuando la tasa de cambio nominal toca alguno de los valores extremos de la banda (vendiendo reservas internacionales en el límite superior y comprando en el extremo opuesto).

Si esta intervención debe o no ser compensada por el banco central con un suministro mayor o menor de liquidez para dejar el crecimiento de la cantidad de dinero relativamente constante, es un juicio que se hace teniendo en cuenta la naturaleza del ataque a la banda y las condiciones y necesidades de la economía interna. En especial, la experiencia enseña que los casos de ventas de reservas internacionales y el suministro compensatorio de liquidez tienden a ser autoderrotados cuando la economía sufre serios y crecientes desequilibrios externos y fiscales. En estos casos los agentes juzgan que, dadas las condiciones externas de la economía, la política monetaria y fiscal van en contravía del patrón de comportamiento de la tasa de cambio nominal implícita en la banda y usan la moneda local suministrada por el banco central para adquirir cantidades crecientes de moneda extranjera.

Lo anterior explica por qué el Banco de la República no compensó en su totalidad los efectos monetarios de las ventas de reservas internacionales realizadas en los meses de febrero, mayo y junio del año pasado cuando la tasa de cambio se pegó al techo de la banda (Gráfico 12). Desde finales de 1997 y comienzos de 1998 se registraron aumentos acelerados del gasto agregado de la economía que se reflejaron en un aumento del déficit de la cuenta corriente (Gráfico 13). En estas circunstancias una política monetaria que tratara de expandir la cantidad de dinero ocasionaría una mayor pérdida de reservas internacionales y muy



probablemente modificaciones sucesivas de la banda cambiaria que necesariamente llevarían al abandono del sistema en un momento de fuertes presiones de mercado y mayor debilidad de la economía interna. La devaluación que sigue a la flotación de la tasa de cambio bien podría haber ocasionado altos costos para la economía colombiana, dados sus fuertes desequilibrios y la incertidumbre prevaleciente en un período electoral (véase recuadro).

El desplazamiento de la banda en la primera semana de septiembre se fundamentó en cálculos realizados en el mes de agosto que mostraban que la tasa de cambio real de equilibrio de mediano y largo plazo se había alejado del punto medio de la banda cambiaria vigente en ese momento y se ubicaba cerca del techo de esa banda. Este alejamiento reflejaba cambios importantes en el entorno macroeconómico registrado desde enero. De una parte, la crisis internacional produjo una caída más acentuada de lo anticipado en los precios de los productos internacionales de los bienes básicos, incluyendo los de café y petróleo, que en conjunto representan más del 35% del valor de las exportaciones de bienes del país. De otra parte, se confirmó una importante pérdida de dinamismo en la demanda por exportaciones no tradicionales como consecuencia de la desaceleración de las economías de los países compradores, en particular de Venezuela y Ecuador. Adicionalmente, las dificultades de acceso al mercado internacional de capitales se prolongaron

EL EJEMPLO DE INDONESIA

Las lecciones de Indonesia en 1997 son importantes. Al igual que en Colombia el Rupiah se movía en un sistema de banda deslizante para neutralizar el efecto sobre la competitividad de la producción nacional de tener una tasa de inflación relativamente alta. Desde mediados de los años 90, el banco central comenzó a ampliar el ancho de su banda y a mediados de 1997 éste alcanzó a ser de +/- 4%. En julio de ese año se intensificaron los ataques a la banda y rápidamente se amplió el ancho de la banda a +/- 6%. Un mes después, y luego de fuertes ataques, el Rupiah fue dejado a las fuerzas del mercado y comenzó a flotar. Las semanas y meses siguientes fueron de continuas depreciaciones, con días de devaluaciones cercanas al 10%, jalonadas por el intento desesperado de quienes tenían deudas en moneda extranjera de adquirirlas a menor precio del esperado en el momento de vencimiento de sus obligaciones y de nacionales que veían día a día el deterioro acelerado de la capacidad de compra de su moneda. Y como muchas empresas nacionales tenían grandes compromisos de deuda externa, la devaluación del Rupiah después de flotar afectó de manera significativa su solvencia. El abandono de la banda fue la causa inmediata de lo que le ocurrió a Indonesia los meses siguientes; de haber defendido la banda de manera exitosa no hay razones para suponer que el desastre vivido hubiese ocurrido.

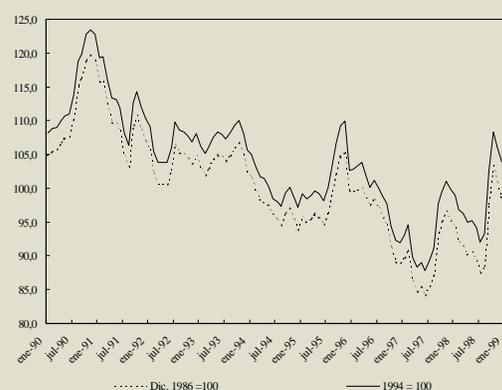
Las enseñanzas de la historia reciente de Indonesia son básicamente dos. La primera, que la banda cambiaria fue modificada inicialmente y abandonada después en momentos de fuerte presión del mercado. Como es bien conocido, los precios de los activos tienden a sobre-reaccionar, y la tasa de cambio no es una excepción, en especial si se deja flotar en momentos de gran incertidumbre y sin tener bajo control sus determinantes fundamentales.

La segunda lección, que la devaluación que sigue después de dejar flotar la tasa de cambio puede ser la causa de un desastre de la economía. Quien crea que la flotación es una vacuna efectiva contra el desastre debe tener en cuenta las experiencias pasadas de los países, de los cuales Indonesia es sólo un ejemplo.

más allá de lo esperado, especialmente a raíz de la crisis rusa y de los crecientes problemas económicos del Brasil.

Después del desplazamiento de la banda cambiaria la tasa de cambio nominal tuvo una tendencia creciente hasta octubre. En noviembre y diciembre la tendencia se revirtió completamente, cerrando el año cerca del punto medio de la banda, en \$1.535 por dólar. La devaluación a fin de año fue de 18,7%. De otra parte, la tasa de cambio promedio pasó de \$1.141 a \$1.426 por dólar entre 1997 y 1998, lo que significa una devaluación promedio de 25,1% (Gráfico 12).

GRAFICO 14
INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL
(ENERO DE 1990-FEBRERO DE 1999)



Fuente: Banco de la República.

Este comportamiento de la tasa de cambio nominal, unido al de la inflación, implica que la devaluación

real de 1998 fue de 4,1%, de acuerdo con el ITCR1, base 1994=100 (véase recuadro) (Gráfico 14).

EL NUEVO INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL 1/

El ITCR basado en la Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo de la Moneda (PPA), es un indicador de precios relativos que mide los cambios en competitividad de los productos nacionales, debido a la evolución de los precios y tasas de cambio externos e internos. En otras palabras, un indicador de tasa de cambio real entre dos países (bilateral), compara la relación de precios externos e internos en moneda nacional. Por lo tanto, un incremento en el ITCR es un incentivo para las exportaciones, y, a su vez, desestimula las importaciones.

En la presente década, Colombia ha tenido importantes cambios en su política económica como la apertura económica y el sistema de bandas cambiarias, los cuales afectaron la composición de la balanza comercial, tanto en su estructura, como en la participación de los principales socios comerciales. Por tal motivo, el Banco de la República cambió las ponderaciones del ITCR, utilizando como fuente el comercio exterior colombiano de 1994, y como período de comparación al promedio geométrico de 1994=100. Con esta información, se conformaron cuatro ITCR, con ponderaciones de comercio exterior global total (T) y no tradicional (NT²), usando como medidas de precios al Índice de Precios del Productor (IPP) e Índice de Precios al Consumidor (IPC) interna y externamente para cada una de ellas.

Como se observa en el gráfico 14, las devaluaciones reales del antiguo ITCR, base diciembre de 1986, y el nuevo con base 1994, son muy similares. Así, las modificaciones en la participación de comercio bilateral no generaron fuertes cambios en la estimación de la devaluación real, sin embargo, deben implementarse para tener una medida de tasa de cambio real acorde con el actual comercio exterior colombiano. Esta actualización de ponderaciones refleja con mayor precisión, el efecto que tiene en el índice, el comportamiento de las tasas de cambio y precios de un país socio.

¹ Véase Huertas, C. "Índice de la tasa de cambio real del peso colombiano. Revisión de ponderaciones y cambio de base". *Revista Banco de la República*, No. 849, julio de 1998.

² Excluye café, petróleo, carbón, ferróníquel, esmeraldas y oro. Esto con el fin de contar con un ITCR para el comercio no tradicional, que refleje su sensibilidad a las políticas de comercio exterior.

IV

EVOLUCION DE LA ECONOMIA DURANTE 1998

El entorno internacional inestable y el conjunto de políticas macroeconómicas implicaron que los resultados económicos de 1998 fueran diversos. Por un lado, la meta de inflación propuesta por el Banco de la República fue superada muy levemente por el resultado final, a pesar de las presiones inflacionarias originadas por el fenómeno de “El Niño” durante el primer semestre del año. Sin embargo, la inflación vinculada a la demanda mostró una reducción importante, tal como lo ilustra la inflación básica que se muestra en la siguiente sección. En contraste, la actividad económica y el empleo registraron un sensible deterioro durante el transcurso del año.

A. PRECIOS

1. Inflación al consumidor

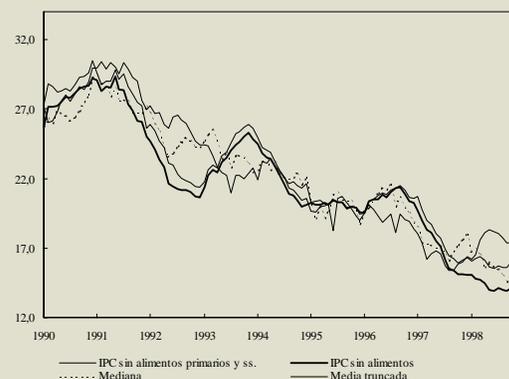
La inflación en 1998, medida como la variación anual del Índice de Precios al Consumidor, fue de 16,7%, inferior en un punto porcentual a la registrada en 1997 (17,7%). Esta variación anual del IPC ha sido la menor desde 1983, fecha en la que alcanzó un 16,6% (Gráfico 15). Esta evolución coincide con la tendencia decreciente que lleva la variable desde principios de la década del noventa y cuya evolución en 1998 se aprecia claramente al observar los indicadores de inflación básica (Gráfico 16). Esta medida alternativa de inflación capta las variaciones de precios originadas en presiones de demanda, excluyendo cambios transitorios debidos a variaciones en la oferta (véase recuadro). El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica que calcula el Banco de la República, descendió de 17,4% a 16% entre diciembre de 1997 e

GRAFICO 15
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(ENERO DE 1990 - DICIEMBRE DE 1998)
(VARIACIONES ANUALES)



Fuente: DANE.

GRAFICO 16
EVOLUCION DE LOS INDICADORES DE INFLACION BASICA.
(ENERO DE 1990-DICIEMBRE DE 1998)
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: Banco de la República y DANE.

igual mes de 1998. De otra parte, se observa que los indicadores de inflación básica fueron durante 1998 menos volátiles que la inflación del IPC, lo cual se explica por el efecto del fenómeno de “El Niño”, que presionó los precios de los alimentos en el primer semestre del año.

INFLACION BASICA

La inflación, entendida como el alza continua en el nivel de precios de una economía, responde tanto a factores de demanda como de oferta. Cuando hay excesos de demanda en la economía, la inflación tiende a aumentar porque el exceso de poder adquisitivo del público ocasiona alzas en los precios. De otra parte, la inflación también puede ser causada por choques de oferta, tales como los aumentos en el precio del petróleo.

Los bancos centrales usualmente tienen como objetivo fundamental controlar la inflación. Para cumplir con este objetivo cuentan con instrumentos monetarios relacionados con la disponibilidad de dinero en la economía. Estos instrumentos son efectivos para controlar la inflación de demanda. Los aumentos de precios causados por los choques de oferta son menos controlados por las autoridades monetarias. Además, a menos que sean acomodadas por la política monetaria, estas alteraciones son usualmente pasajeras y sólo tienen efectos sobre la inflación en el corto plazo.

La importancia central de la inflación de demanda en las labores anti-inflacionarias de los bancos centrales hace imprescindible el análisis de indicadores alternativos al Índice de Precios al Consumidor, el cual incorpora tanto las presiones de demanda como las de oferta. Estos indicadores alternativos de “inflación básica” buscan depurar el IPC de las fluctuaciones temporales debidas a cambios en precios relativos o a un choque por una sola vez en el nivel de precios, generados por fluctuaciones estacionales en precios agrícolas, variaciones en los términos de intercambio, modificaciones en los impuestos indirectos o ajustes en tarifas de servicios públicos. Las medidas de inflación básica suelen presentar un comportamiento similar a la inflación del IPC en el mediano y largo plazo, pero exhiben una menor volatilidad en el corto plazo.

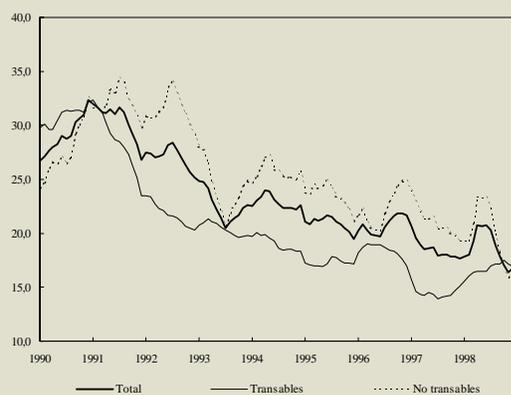
Existen dos metodologías generales para calcular la inflación básica. La primera consiste en construir canastas alternativas que excluyan aquellos bienes y servicios cuyos precios fluctúan bruscamente por choques de oferta (por ejemplo, alimentos), o aquellos cuyos precios son regulados por el Estado (por ejemplo, los servicios públicos). La segunda metodología utiliza técnicas estadísticas para medir el componente permanente de la tendencia inflacionaria.

El Banco de la República actualmente calcula cuatro indicadores de inflación básica para su informe de precios:

- El IPC sin alimentos.
- El IPC sin alimentos primarios, servicios estatales (servicios públicos en general) ni transporte.
- La media truncada: este indicador excluye aquellos bienes y servicios que hayan presentado comportamientos extremos de inflación. Para su cálculo, se eliminan los bienes y servicios que exhiban las variaciones de precios más altas y más bajas, en cada caso hasta acumular el 10% de la canasta.
- La mediana: Este indicador selecciona para cada mes la variación de precios que sea la mediana (el punto medio después de ordenar de mayor a menor) de entre las 195 variaciones de precios que se incluyen en la canasta. Esta metodología reduce el impacto que pueden tener variaciones extremas en algunos precios de la canasta.

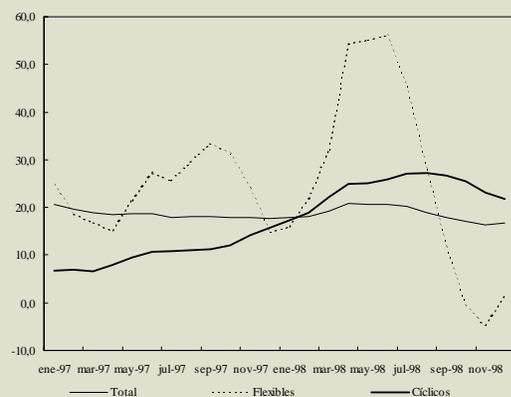
El Gráfico 17 muestra la evolución anual de precios según una clasificación alterna que divide la canasta del IPC en bienes y servicios transables y no transables internacionalmente. Estos últimos se dividen, a su vez, en indexados, flexibles y cíclicos⁶. Durante 1998, los bienes transables y los cíclicos ejercieron una presión alcista sobre la inflación, explicada en parte por la devaluación del peso y los precios de la carne (gráficos 18 y 19). Por el contrario, los grupos de indexados y flexibles, en particular los precios de los arrendamientos y la abundante oferta de alimentos en el segundo semestre del año, han contribuido a desacelerar la inflación.

GRAFICO 17
EVOLUCION DE LA INFLACION DE
TRANSABLES Y NO TRANSABLES
(ENERO DE 1990-DICIEMBRE DE 1998)
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y DANE.

GRAFICO 18
EVOLUCION DE LA INFLACION DE
LOS FLEXIBLES Y CICLICOS
(ENERO DE 1997-DICIEMBRE DE 1998)
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y DANE.

GRAFICO 19
EVOLUCION DE LA INFLACION DE
LOS INDEXADOS
(ENERO DE 1997-DICIEMBRE DE 1998)
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y DANE.

2. Inflación del productor

La reducción en las presiones inflacionarias es confirmada por la evolución del índice de precios del productor (IPP). La inflación anual del productor fue de 13,5%, inferior 4 puntos porcentuales a la registrada en 1997. En la clasificación por procedencia de los bienes, los producidos y consumidos (13,6%) experimentaron un reajuste de precios mayor que el crecimiento del IPP. Los importados (12,6%) tuvieron un fuerte repunte de precios después de agosto, mes en el cual apenas crecían al 5,5% año corrido.

B. ACTIVIDAD ECONOMICA

1. Producto Interno Bruto (PIB)

De acuerdo con las últimas estimaciones del Departamento Nacional de Planeación (DNP), en 1998 el valor del PIB a precios constantes registró un crecimiento de 0,2%, la cifra más baja obtenida en Colombia desde 1931. Los sectores productivos más afectados fueron el de la construcción (-13,2%) y el

⁶ Los transables incluyen bienes como textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, drogas, vehículos y electrodomésticos. Los indexados son arrendamientos, combustibles y servicios públicos, educación, transporte y otros. Los flexibles son tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas. Finalmente, los cíclicos son fundamentalmente carnes y sus derivados.

financiero sin incluir alquileres de vivienda (-13%). La industria manufacturera registró un crecimiento negativo de 1% y el sector agropecuario una contracción de 0,1%, a pesar del fuerte crecimiento de la producción de café pergamino (10,5%). Excepto el sector de minas y canteras que se calcula aumentó su producción 14,9%, el resto de sectores de la economía registró crecimientos positivos pero inferiores al 2% (Cuadro 6).

Durante el primer trimestre de 1998 el PIB real se incrementó 5,7% respecto al mismo período del año

CUADRO 6
PRODUCTO INTERNO BRUTO POR RAMAS
DE ACTIVIDAD 1998 (PR)
(VARIACIONES PORCENTUALES, 1994=100)

1. Agropecuario, silvicultura, pesca y caza	(0,1)
Agropecuario	0,0
Agropecuario sin café	(1,5)
Café pergamino	10,5
Sector agrícola (sin café)	(5,1)
Sector pecuario	2,2
Silvicultura, pesca y caza	(5,7)
2. Explotación de minas y canteras	14,9
3. Industria manufacturera	(1,0)
4. Electricidad, gas y agua	1,0
5. Construcción	(13,2)
Edificaciones	(18,9)
Obras civiles	(6,1)
6. Comercio, restaurantes y hoteles	(0,1)
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	1,7
Transporte y almacenamiento	0,0
Comunicaciones	6,5
8. Sector financiero	(3,0)
Financieros y otros servicios a las empresas	(13,0)
Alquiler de vivienda y otros servicios	2,4
9. Servicios comunales, sociales y personales	1,2
Servicios del gobierno	0,6
Servicios personales	2,9
Servicios médicos y otros de salud	3,0
Educación privada	4,4
Otros servicios personales	1,4
Servicios domésticos	(1,8)
Menos: SS bancarios imputados	(10,3)
Subtotal valor agregado	0,2
Mas: Derechos e impuestos/importaciones	0,4
Producto Interno Bruto	0,2

(pr) Preliminar.
Fuente: DNP - Umacro.

anterior, continuando así la fase corta de aceleración en la actividad económica que comenzó en el segundo semestre de 1997. Luego se empezaron a observar síntomas de desaceleración de la economía que se acentuaron y llevaron a un crecimiento de solo 0,12% en el tercer trimestre y a una contracción de más de 6% en el último trimestre del año.

El lento crecimiento del producto en 1998 y su notable caída en los últimos meses del año se explica en parte por la fuerte caída del gasto interno. El DNP calcula que la demanda interna cayó en el año 1,2%, cifra explicada por una caída moderada en el consumo privado (-0,3%) y un desplome de la inversión pública y privada de 17,8% y 4,9%, respectivamente, (Cuadro 7). La disminución de la inversión pública responde a la necesidad del país de detener la tendencia creciente del déficit fiscal y a la inflexibilidad para reducir gasto público improductivo o con menor efecto sobre el crecimiento de largo plazo. Por su parte, la reducción en el crecimiento del gasto privado (consumo e inversión) se explica por el aumento en las tasas de interés reales y por la caída del ingreso asociada al deterioro de los términos de intercambio del país, la menor inversión extranjera y la incertidumbre de un año electoral particularmente difícil. Adicionalmente, la caída de la demanda interna no fue compensada con aumento significativo de las exportaciones debido a la fuerte caída de los precios

CUADRO 7
PRODUCTO INTERNO BRUTO, DISTRIBUCION
DEL GASTO 1998 (PR)
(VARIACIONES PORCENTUALES)

Producto Interno Bruto	0,2
Consumo final	(0,1)
Hogares	(0,3)
Administraciones públicas	0,5
Formación bruta de capital	(5,1)
Formación bruta de capital fijo	(11,2)
Privada	(4,9)
Pública	(17,8)
Variación de existencias	45,0
Demanda interna	(1,2)
Exportación de bienes y servicios	2,0
Importación de bienes y servicios	(4,6)

(pr) Preliminar.
Fuente: DNP - Umacro.

internacionales de los principales productos de exportación y a la drástica disminución en el ritmo de crecimiento económico de la gran mayoría de los llamados países emergentes.

La fuerte caída del sector de la construcción y el casi nulo crecimiento del sector agropecuario se explican por factores diversos. La construcción registró el auge más fuerte y prolongado del pasado reciente del país entre los años de 1992 y 1996 basado en la existencia de gran disponibilidad de crédito, tasas de interés moderadas o bajas y la expectativa de que el país continuaría recibiendo cantidades significativas de entradas de capital externo y fuertes ingresos por concepto de exportaciones. Algunos de estos supuestos comenzaron a no aplicar a partir de la segunda mitad de esta década, y en especial en 1998. A su vez, el sector agropecuario registró una disminución importante de su producción en los primeros meses del año debido al fenómeno del Pacífico, tendencia que se revirtió el segundo semestre del año, pero con una intensidad que no permitió un crecimiento positivo del sector.

2. El empleo y el desempleo

De acuerdo con la Encuesta Nacional de Hogares del DANE, durante 1998 la Tasa de Desempleo para las principales siete ciudades mantuvo la tendencia creciente que se observa desde finales de 1994. Para diciembre de 1998 dicha tasa se ubicó en 15,7%, 3,7 puntos porcentuales superior a la de diciembre del año anterior, siendo la tasa de desempleo más alta registrada para un diciembre desde 1984 (Cuadro 8).

El incremento en la tasa de desempleo ha abarcado todas las ciudades, con excepción de Barranquilla, donde se ha observado una reducción de dos puntos en los últimos trimestres. Para el resto de ciudades, el desempleo ha alcanzado niveles superiores al 15%, siendo la ciudad de Cali la que presenta el nivel más alto, con una tasa de 19,5%. En el caso de Bogotá, la tasa de desempleo se situó en 15,5% para diciembre.

Las mayores tasas de desempleo durante estos últimos años se explican fundamentalmente por dos razones.

CUADRO 8
TASA DE DESEMPLEO
(1995-1998, INFORMACION TRIMESTRAL)
(SIETE AREAS METROPOLITANAS)

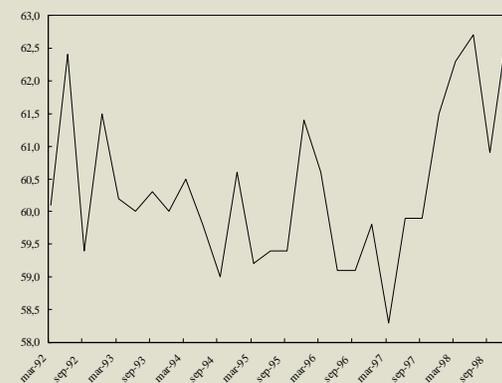
1995	Mar.	8,0
	Jun.	9,0
	Sep.	8,7
	Dic.	9,5
1996	Mar.	10,2
	Jun.	11,4
	Sep.	11,9
	Dic.	11,3
1997	Mar.	12,3
	Jun.	13,3
	Sep.	12,1
	Dic.	12,0
1998	Mar.	14,4
	Jun.	15,9
	Sep.	15,0
	Dic.	15,7

Fuente: DANE.

En primer lugar, la ocupación ha reducido su ritmo de crecimiento a partir de 1995. Esta tendencia, que se trató de revertir en 1997, fue retomada en el tercer trimestre de 1998. Es así como para el segundo semestre de este año el número de ocupados prácticamente no creció frente a lo observado en igual período de 1997.

En segundo lugar, las mayores tasas de desempleo obedecen al incremento sustancial de la oferta de trabajo, medida ésta a través de la Población Económicamente Activa (PEA). Como se observa en el Gráfico 20, la Tasa Global de Participación (TGP = PEA/ Población Total) se ha venido

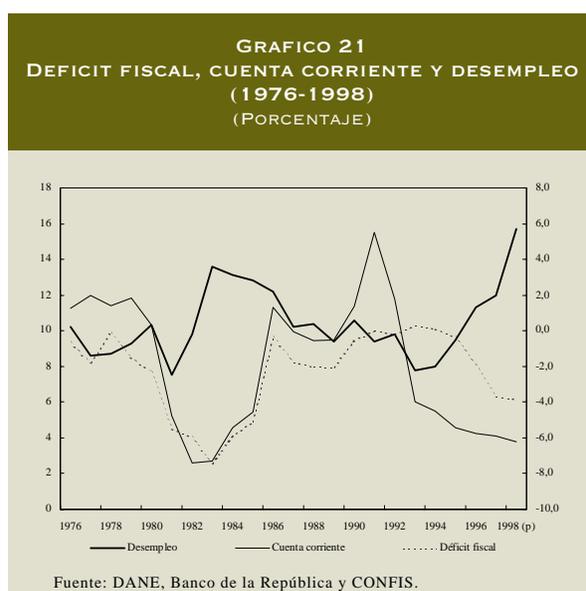
GRAFICO 20
TASA GLOBAL DE PARTICIPACION
(1992-1998)
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

incrementando, con algunas interrupciones, desde 1995. En la actualidad, la TGP para las siete ciudades se sitúa en 62,7%, una de las más altas de los últimos 12 años.

Finalmente, vale la pena resaltar la relación que existe entre el desempleo y el comportamiento del balance del sector público y de la cuenta corriente en el largo plazo. En el Gráfico 21 se puede ver que en las últimas dos décadas cuando se han generado déficit en el sector público y en la cuenta corriente, el desempleo se ha incrementado. Igualmente, durante la segunda parte de la década de los 80, la reducción del déficit en cuenta corriente y fiscal coincide con un menor desempleo.



C. BALANZA DE PAGOS

Según estimaciones preliminares del Banco de la República, al finalizar 1998 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de US\$6,030 m (6,8% del PIB), US\$149 m superior al observado en 1998. La cuenta financiera y de capital tuvo un superávit de US\$3,886 m (4,4 % del PIB) (Cuadro 9).

El déficit en la cuenta corriente empezó el año con una fuerte tendencia creciente, llegando a un pico durante el primer trimestre de 1998, cuando el déficit

fue de US\$1,972 m (Cuadro 10). A partir del segundo trimestre el déficit de la cuenta corriente empezó su tendencia hacia el ajuste reduciéndose considerablemente hacia el último trimestre del año cuando llegó a ser de US\$769 m. El cierre del déficit se fue dando a lo largo del año a pesar de la reducción de los precios de nuestros principales productos de exportación, ya que los volúmenes exportados se incrementaron, manteniendo el valor de las exportaciones tradicionales relativamente constante⁷. Este efecto fue compensado en parte por el crecimiento de 4,1% de las exportaciones no tradicionales. El ajuste importante, por lo tanto, vino por el lado de las importaciones, que se redujeron en más de US\$800 m, lo que equivale a una caída de 6,5% anual (durante el primer trimestre se hicieron importaciones por US\$3,791 m, mientras que durante el último por US\$2,882 m).

El financiamiento del déficit de la cuenta corriente provino, como en años anteriores, de recursos de largo plazo, que sumaron US\$5,376 m, ya que la balanza de pagos registra una salida de capitales de corto plazo por US\$1,491 m. El flujo de largo plazo es el resultado de inversión extranjera directa neta por US\$2,982 m y de endeudamiento del sector público por US\$1,960 m. El endeudamiento del sector privado fue por US\$215 m, una reducción sustancial de más de US\$2,000 m, frente al año anterior.

Por su parte, los flujos financieros de corto plazo netos fueron el resultado combinado de una salida de las inversiones de cartera, de un pago neto de deuda de corto plazo y de mayores activos de corto plazo de los colombianos en el exterior.

El saldo de las reservas internacionales netas al inicio del año fue de US\$9,905 m. A lo largo de todo el año este saldo se fue reduciendo, especialmente durante

⁷ Por ejemplo, durante el primer trimestre se hicieron exportaciones de café por US\$492 m, mientras que durante el último estas fueron por US\$473 m, a pesar de un incremento de 858 millones de sacos entre el primero y último trimestre. El volumen exportado de petróleo pasó de 415 miles de barriles diarios (MBD) a 539 MBD entre el primero y último trimestres.

CUADRO 9
BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA - RESUMEN
(1996-1998)

	Millones de dólares			Como % del PIB		
	Preliminar	Estimación		Preliminar	Estimación	
	1996	1997	1998	1996	1997	1998
I. CUENTA CORRIENTE	(4,749.4)	(5,880.7)	(6,029.5)	(5.50)	(6.16)	(6.76)
A. Bienes y servicios no factoriales	(3,324.9)	(4,193.1)	(4,148.7)	(3.85)	(4.40)	(4.65)
1. Bienes	(2,143.8)	(2,707.3)	(2,690.7)	(2.48)	(2.84)	(3.02)
Exportaciones	10,948.0	12,061.1	11,275.5	12.68	12.64	12.65
Importaciones	13,091.8	14,768.4	13,966.2	15.16	15.48	15.67
a. Comercio general	(2,259.7)	(2,842.0)	(2,843.1)	(2.62)	(2.98)	(3.19)
i. Exportaciones	10,523.9	11,529.3	10,838.4	12.19	12.09	12.16
Café	1,576.6	2,259.0	1,891.3	1.83	2.37	2.12
Petróleo y derivados	2,894.8	2,707.4	2,298.3	3.35	2.84	2.58
Carbón	849.1	886.2	933.5	0.98	0.93	1.05
Ferróniquel	168.6	160.6	117.8	0.20	0.17	0.13
Esmeraldas	174.7	141.2	82.6	0.20	0.15	0.09
Oro no monetario	204.6	182.5	109.3	0.24	0.19	0.12
No tradicionales	4,655.5	5,192.4	5,405.6	5.39	5.44	6.06
ii. Importaciones FOB	12,783.6	14,371.4	13,681.5	14.80	15.07	15.35
Bienes de consumo	2,380.7	2,763.3	2,607.8	2.76	2.90	2.93
Bienes intermedios	6,056.7	6,085.9	5,781.1	7.01	6.38	6.49
Bienes de capital	4,346.2	5,522.1	5,292.6	5.03	5.79	5.94
b. Operaciones especiales de comercio exterior	115.9	134.7	152.4	0.13	0.14	0.17
i. Exportaciones	424.1	531.8	437.0	0.49	0.56	0.49
ii. Importaciones	308.2	397.0	284.6	0.36	0.42	0.37
2. Servicios no factoriales	(1,181.1)	(1,485.8)	(1,458.0)	(1.37)	(1.56)	(1.64)
Exportaciones	2,221.6	2,152.9	1,981.0	2.57	2.22	2.22
Importaciones	3,402.6	3,638.7	3,439.0	3.94	3.81	3.86
B. Renta de los Factores	(2,050.8)	(2,325.0)	(2,287.8)	(2.37)	(2.44)	(2.57)
Ingresos	745.9	920.3	1,013.6	0.86	0.96	1.14
1. Intereses	649.5	810.4	836.6	0.75	0.85	0.94
Sector público	520.9	663.4	626.0	0.60	0.70	0.70
Sector privado	128.6	147.0	210.6	0.15	0.15	0.24
2. Utilidades y dividendos	84.1	90.8	160.0	0.10	0.10	0.18
3. Remuneración de empleados	12.3	19.1	17.0	0.01	0.02	0.02
Egresos	2,796.6	3,245.3	3,301.4	3.24	3.40	3.70
1. Intereses	2,095.2	2,585.3	2,697.0	2.43	2.71	3.03
Sector público	1,102.6	1,265.9	1,240.0	1.28	1.33	1.39
Sector privado	992.6	1,319.4	1,457.0	1.15	1.38	1.63
2. Utilidades y dividendos	698.1	649.1	594.4	0.81	0.68	0.67
3. Remuneración de empleados	3.3	10.9	10.0	0.00	0.01	0.01
C. Transferencias corrientes	626.3	637.5	407.0	0.73	0.67	0.46
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	6,663.0	6,615.7	3,885.9	7.72	6.94	4.36
A. Cuenta financiera:	6,663.0	6,615.7	3,885.7	7.72	6.94	4.36
1. Flujos financieros de largo plazo	7,133.1	8,355.7	5,376.2	8.26	8.76	6.03
a. Activos	330.8	774.4	225.0	0.38	0.81	0.25
i. Inversión directa colombiana en el exterior	330.1	769.7	210.0	0.38	0.81	0.24
ii. Préstamos I/	0.0	6.0	15.0	0.00	0.01	0.02
Sector público	0.0	6.0	15.0	0.00	0.01	0.02
Sector privado	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
iii. Arrendamiento financiero	0.7	(1.3)	0.0	0.00	0.00	0.00
iv. Otros activos	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
Sector público	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
Sector privado	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
b. Pasivos	7,463.9	9,153.3	5,601.2	8.64	9.60	6.28
i. Inversión extranjera directa en Colombia	3,072.8	5,574.3	3,192.0	3.56	5.84	3.58
ii. Préstamos I/	4,112.7	3,179.0	2,039.2	4.76	3.33	2.29
Sector público	1,578.5	886.5	1,823.7	1.83	0.93	2.05
Desembolsos	3,488.0	3,222.7	4,336.3	4.04	3.38	4.86
Amortizaciones	1,909.5	2,336.2	2,512.6	2.21	2.45	2.82
Sector privado	2,534.3	2,292.5	215.5	2.93	2.40	0.24
Desembolsos	3,972.4	4,189.3	2,016.6	4.60	4.39	2.26
Amortizaciones	1,438.1	1,896.8	1,801.1	1.67	1.99	2.02
iii. Arrendamiento financiero	278.4	400.0	370.0	0.32	0.42	0.42
Sector público	191.2	143.9	136.0	0.22	0.15	0.15
Desembolsos	202.0	163.0	164.0	0.23	0.17	0.18
Amortizaciones	10.7	19.1	28.0	0.01	0.02	0.03
Sector privado	87.1	256.1	234.0	0.10	0.27	0.26
Desembolsos	294.5	548.1	531.0	0.34	0.57	0.60
Amortizaciones	207.4	292.0	297.0	0.24	0.31	0.33
v. Otros pasivos	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
Sector público	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
Sector privado	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
c. Otros mov. financieros de largo plazo	0.0	(23.2)	0.0	0.00	(0.02)	0.00
2. Flujos financieros de corto plazo	(470.1)	(1,740.1)	(1,490.5)	(0.54)	(1.82)	(1.67)
a. Activos	1,340.4	2,105.5	878.5	1.55	2.21	0.99
i. Inversión de cartera	585.9	1,038.4	1,010.0	0.68	1.09	1.13
ii. Préstamos I/	754.5	1,067.0	(131.5)	0.87	1.12	(0.15)
b. Pasivos	870.3	365.4	(612.0)	1.01	0.38	(0.69)
i. Inversión de cartera	292.2	592.5	(286.0)	0.34	0.62	(0.32)
ii. Préstamos I/	578.2	(227.1)	(326.0)	0.67	(0.24)	(0.37)
B. Flujos especiales de capital	0.0	0.0	0.2	0.00	0.00	0.00
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	(187.0)	(503.0)	689.6	(0.22)	(0.53)	0.77
IV. VARIACION RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	1,726.6	208.8	(1,454.0)	2.00	0.22	(1.63)
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	9,938.3	9,907.9	8,741.0	11.51	10.39	9.81
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	9,933.7	9,905.7	8,740.0	11.50	10.38	9.80
Meses de importación de bienes	9.1	8.1	7.5			
Meses de importación de bienes y servicios	6.2	5.5	5.1			
PIB nominal en millones de dólares	86,356.3	95,387.7	89,141.0			
VII. VARIACION DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	1,722.1	211.2	(1,452.0)	1.99	0.22	(1.63)

1/ Incluye inversión de cartera, préstamos directos y crédito comercial.

2/ Según metodología de la Balanza de Pagos.

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

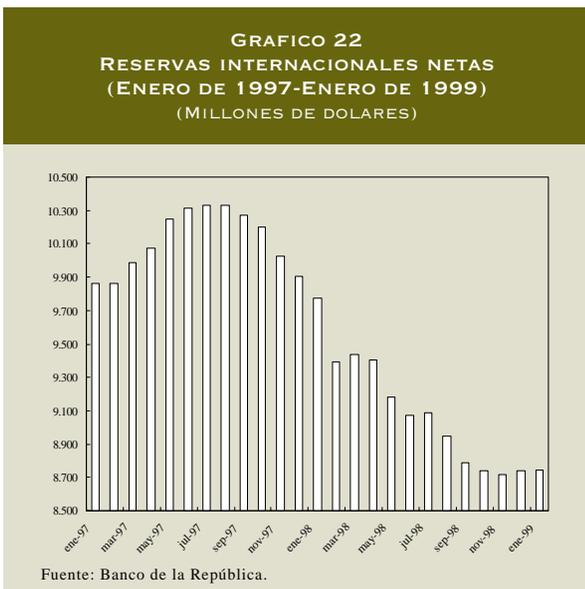
CUADRO 10
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS TRIMESTRAL 1998 1/
(MILLONES DE DOLARES)

	I	II	III	IV	1998
CUENTA CORRIENTE	(1.972)	(1.642)	(1.647)	(769)	(6.030)
Exportaciones	3.607	3.931	3.751	3.586	14.875
Importaciones	5.579	5.573	5.398	4.355	20.905
A. Bienes y servicios no factoriales	(1.450)	(1.184)	(1.110)	(405)	(4.149)
1. Bienes	(1.058)	(744)	(725)	(163)	(2.691)
Exportaciones	2.733	3.029	2.794	2.718	11.275
Importaciones	3.791	3.773	3.520	2.882	13.966
a. Comercio general	(1.091)	(797)	(772)	(184)	(2.843)
i. Exportaciones	2.615	2.893	2.672	2.658	10.838
Café	492	523	404	473	1.891
Petróleo y derivados	574	548	563	613	2.298
Carbón	170	294	246	224	934
Ferróníquel	33	33	33	19	118
Esmeraldas	22	18	25	18	83
Oro no monetario	45	30	34	0	109
No tradicionales	1.280	1.447	1.367	1.312	5.406
ii. Importaciones FOB	3.706	3.689	3.444	2.842	13.682
Bienes de consumo	689	720	657	541	2.608
Bienes intermedios	1.467	1.600	1.514	1.201	5.781
Bienes de capital	1.551	1.369	1.273	1.099	5.293
b. Operaciones especiales de comercio exterior	33	53	46	20	152
i. Exportaciones	118	137	122	60	437
ii. Importaciones	85	84	76	40	285
2. Servicios no factoriales	(392)	(441)	(384)	(242)	(1.458)
Exportaciones	457	464	570	490	1.981
Importaciones	848	905	954	732	3.439
a. Exportaciones	457	464	570	490	1.981
Transporte	149	158	155	153	615
Viajes	192	210	266	205	873
Otros servicios	115	97	149	133	493
b. Importaciones	848	905	954	732	3.439
Transporte	312	354	338	256	1.260
Viajes	248	239	328	272	1.088
Otros servicios	288	312	289	203	1.091
B. Renta de los factores	(636)	(552)	(670)	(429)	(2.288)
Ingresos	267	301	219	226	1.014
Egresos	903	853	889	655	3.301
Ingresos	267	301	219	226	1.014
1. Intereses	202	209	212	214	837
Sector público	152	158	158	159	626
Sector privado	50	51	54	55	211
2. Utilidades y dividendos	59	87	6	8	160
3. Remuneración de empleados	6	6	1	4	17
Egresos	903	853	889	655	3.301
1. Intereses	667	652	681	696	2.697
Sector público	311	286	312	331	1.240
Sector privado	356	367	369	365	1.457
2. Utilidades y dividendos	245	205	100	45	594
3. Remuneración de empleados	3	2	0	5	10
C. Transferencias corrientes	114	95	133	65	407
Ingresos	150	136	168	152	605
Egresos	36	41	35	87	198

1/ Cifras provisionales.

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

la primera mitad del año. Después del cambio de banda de la tasa de cambio en septiembre, la caída en reservas se detuvo, incluso revirtiéndose la tendencia para los últimos dos meses del año. El saldo a final de 1998 fue de US\$8,740 m (Gráfico 22), equivalente a 7,5 meses en términos de importación de bienes y 5,1 meses como pagos de bienes y servicios. De esta manera, la desacumulación de reservas fue de US\$1,165 m durante 1998. Esta variación es, sin embargo, diferente a la que se observa según la metodología de la Balanza de Pagos, la cual fue negativa en US\$1,452 m⁸.



D. EVOLUCION DE LAS ENTIDADES DE CREDITO EN 1998

1. Antecedentes

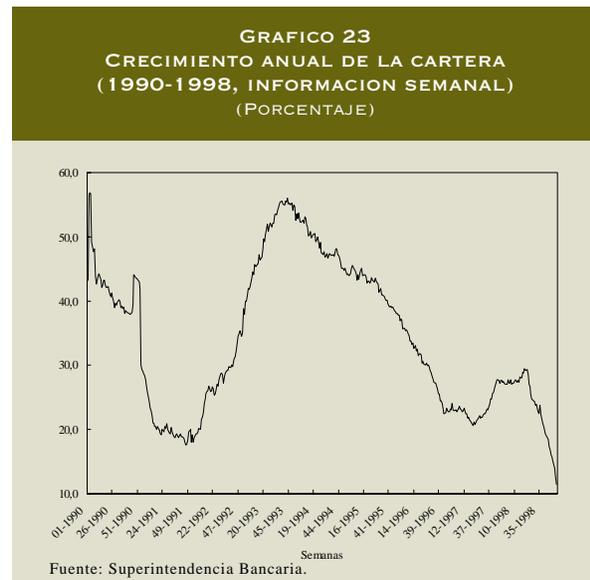
Como se señaló en la introducción, desde los primeros años de la década el sistema financiero colombiano venía presentando un deterioro paulatino en los indicadores de calidad de sus activos, en gran parte

⁸ Según la metodología de balanza de pagos, se excluyen básicamente las variaciones de las reservas internacionales ocasionadas por la diferencia entre el dólar y otras monedas. Lo anterior obedece a que la Edición V del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional aconseja manejar estas diferencias en la cuenta de Posición de Inversión Internacional y no dentro de las operaciones de la balanza de pagos como en el pasado.

debido a errores en la evaluación del riesgo crediticio y al exceso de crecimiento de la cartera de la mayoría de entidades del sector durante el auge de crédito del período 1992-1994.

En el Gráfico 23 se muestra la evolución de la tasa de crecimiento anual de la cartera del sistema financiero, la cual registró un incremento sostenido entre 1992 y 1995, pasando de 20% a 55%, manteniéndose en niveles superiores a 30% hasta el primer trimestre de 1996. Este crecimiento de la cartera fue atípicamente alto, superando el crecimiento del PIB nominal e, inclusive, el crecimiento del gasto agregado en términos nominales. Luego de un pequeño repunte en 1997, el crecimiento de la cartera se reduce drásticamente desde mediados de 1998, por las razones explicadas en otras secciones de este informe.

Este comportamiento de la cartera guarda relación con el de los activos improductivos del sistema financiero⁹. En efecto, desde 1996 el nivel de activos improductivos como proporción de los activos totales ha mostrado un incremento sostenido (Gráfico 24). Esta secuencia de auge en el otorgamiento de crédito, deterioro en la calidad de los activos del sistema financiero y posterior desaceleración en el ritmo de



⁹ Los activos improductivos se definen como la suma de la cartera que no causa intereses más los bienes recibidos en dación de pago.

GRAFICO 24
ACTIVOS IMPRODUCTIVOS/ACTIVO TOTAL
TOTAL SISTEMA
(ENERO DE 1996-DICIEMBRE DE 1998)



Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República, Subgerencia Monetaria y Reservas.

crecimiento del mismo, no es un fenómeno particular a la evolución de la economía colombiana en los últimos años. Por el contrario, la literatura interna-

cional muestra cómo este proceso es común cuando ocurren entradas masivas de capital en un ambiente de liberación financiera sin controles internos de riesgo suficientemente estrictos por parte de las entidades financieras.

Este comportamiento se produce porque en épocas de auge la evaluación del riesgo crediticio se dificulta por las siguientes razones:

- 1) En estas épocas, caracterizadas por altos niveles de crecimiento, se crea la ilusión entre deudores y acreedores de que esta situación se va a mantener en el largo plazo. En muchas ocasiones los auges de crédito coinciden con auges de demanda en el mercado de bienes, lo que puede hacer rentables en el corto plazo, proyectos que no lo son en el largo plazo.
- 2) Conseguir refinanciación para los proyectos de inversión es fácil y barato, de modo que proyectos

COMPETENCIAS DEL BANCO DE LA REPUBLICA Y LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA FRENTE AL SISTEMA FINANCIERO

Existe una clara división institucional de las funciones estatales en relación con el sistema financiero. Por una parte, compete al gobierno a través de la Superintendencia Bancaria y Fogafín expedir las regulaciones prudenciales, vigilar su cumplimiento y garantizar parcialmente los depósitos del público. Por otra parte, conforme a lo previsto en la Constitución Política y la Ley, está a cargo del Banco de la República, atender problemas temporales de liquidez de los establecimientos de crédito patrimonialmente solventes. Para cumplir esta tarea la Junta Directiva, luego de analizar la experiencia internacional, ha estructurado dos procedimientos de apoyos transitorios de liquidez, uno denominado "ordinario", y el otro "especial", consistentes en el descuento o redescuento de activos de alta calidad de entidades que están observando problemas de caja. Por el procedimiento "ordinario", establecimientos de crédito con una pérdida reciente de depósitos pueden obtener liquidez del Banco durante 30 días, hasta por el 10% de dichos depósitos. Por el "especial", el apoyo del Banco puede extenderse hasta por 180 días, cubre hasta el 15% de los depósitos y puede usarse para cubrir faltantes de liquidez, gestados no solo en caídas del pasivo sino también en deterioros de activo. A estos apoyos tienen acceso los bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial y los organismos cooperativos de grado superior de carácter financiero. Para poder acceder a estos apoyos los establecimientos de crédito deben demostrar su solvencia cumpliendo con la relación de activos de riesgo a patrimonio técnico en el caso del apoyo ordinario y, si ello no es así, cumplir con las metas acordadas previamente con la Superintendencia Bancaria en un plan de ajuste de su capital en el caso de apoyo especial.

no rentables pueden cumplir con sus obligaciones financieras en el corto plazo.

- 3) Las épocas de auge crediticio, además, suelen coincidir con incrementos transitorios en los precios de los activos internos, lo que genera una propensión a sobrestimar el valor de largo plazo de los colaterales de los distintos créditos.

La experiencia internacional muestra, igualmente, que la detección de las inversiones no rentables financiadas en los períodos de auge sólo se evidencian una vez el auge crediticio ha terminado y se dificulta la refinanciación de proyectos que no tienen una generación interna de recursos adecuada. Este proceso se acelera cuando se presentan choques importantes a la liquidez del sistema y se incrementan las tasas de interés reales en forma no prevista, especialmente debido a perturbaciones en el frente externo y cambiario, revirtiendo la tendencia de crecimiento del crédito. Al encarecerse y racionarse el crédito, la calidad de los activos se deteriora en forma aún más rápida.

A estas vulnerabilidades del sistema financiero se sumaron otras por errores de manejo y un sistema de incentivos perverso en la administración de algunas entidades financieras, principalmente del sector público y cooperativo. En algunos casos, los recursos de ahorro del público se canalizaron en forma ineficiente y hacia actividades que, si bien en algunas oportunidades podrían tener una alta rentabilidad social, llevaban implícito un excesivo riesgo crediticio sin que existiera el capital o las provisiones presupuestales necesarias para cubrir eventuales pérdidas por este concepto.

2. Comportamiento del sistema en 1998

La evolución del sistema financiero durante 1998 estuvo marcada por cuatro características fundamentales. En primer lugar, la labor de intermediación financiera se redujo en términos reales. La información del año completo muestra que el crecimiento de las entidades de crédito en 1998 resultó menos dinámico que lo observado el año anterior. A diciembre los activos de las entidades de crédito

totalizaron \$80,1 billones¹⁰, nivel superior al año anterior en 8,6%, lo que representa una caída de 7,3% en términos reales.

De igual forma, el crédito presentó un menor ritmo de crecimiento en 1998 al compararlo con el de 1997. Mientras durante 1997 la cartera bruta aumentó 26,5% (7,5% real), durante 1998 el crecimiento fue de 11,3% (-5,2%, en términos reales). En el Cuadro 11 se muestra el crecimiento de la cartera por tipo de intermediario. Como se observa en el cuadro, el único sector que muestra un crecimiento de la cartera superior a la inflación aunque inferior al de 1997 (47,6%) es el sector bancario.

Este comportamiento fue compartido por los depósitos del sistema financiero. El volumen de captaciones de los establecimientos de crédito, representado por los depósitos en cuenta corriente, ahorro, CDT y bonos alcanzó \$57,7 billones, con un crecimiento de 8,3% frente a diciembre del año anterior, lo que significó una caída de 7,2% en términos reales. Dentro del total de captaciones los CDT representan el 40% seguidos por los depósitos de ahorro, 27%. Como se puede observar en el Cuadro 12, las captaciones con mayor dinamismo en 1998 fueron los CDT mientras todas las demás cuentas disminuyeron en términos nominales en el mismo período.

En segundo lugar, aumentó la diferencia entre el vencimiento esperado de los pasivos y de los activos del sistema financiero (brecha de liquidez) incrementando el riesgo de los intermediarios ante choques de corto plazo. En efecto, el crecimiento de los depósitos fue menor que el crecimiento de la cartera (Gráfico 25). Este hecho, así como la concentración de pasivos en depósitos de corto plazo, llevó a que se restringiera la liquidez general del sistema. Como se observa en el Gráfico 26, la brecha de liquidez del sistema se fue ampliando hasta octubre y a partir de entonces tuvo una ligera disminución.

En tercer lugar, se aceleró sustancialmente el deterioro en la calidad de los activos del sistema, lo que

¹⁰ Fuente: Superintendencia Bancaria.

CUADRO 11
CRECIMIENTO DE LA CARTERA DE LOS DISTINTOS INTERMEDIARIOS EN 1998

Bancos	26,6
Corporaciones de ahorro y vivienda	1,7
Corporaciones financieras	(18,2)
Compañías de financiamiento comercial	(2,2)
Leasing	(25,8)

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de la Subgerencia Monetaria y Reservas del Banco de la República.

GRAFICO 26
BRECHA DE LIQUIDEZ, ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO (JUNIO DE 1997-DICIEMBRE DE 1998)
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República, Subgerencia Monetaria y Reserva.

CUADRO 12
CRECIMIENTO DE LOS DISTINTOS TIPOS DE DEPOSITO EN 1998

Cuentas corrientes	(13,5)
Cuentas de ahorro	(0,2)
Certificados de depósito a término	28,5
Bonos	(17,5)

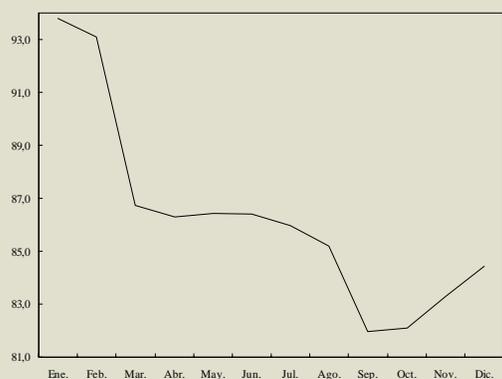
Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de la Subgerencia Monetaria y Reservas del Banco de la República.

CUADRO 13
CARTERA VENCIDA/CARTERA BRUTA - DICIEMBRE
(PORCENTAJE)

	Sistema			
	Comercial	Consumo	Hipotecaria	Total
1996	5,19	10,71	4,74	6,12
1997	5,31	9,22	6,63	6,39
1998	8,28	14,86	10,78	10,09

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República, Subgerencia Monetaria y Reservas .

GRAFICO 25
PASIVOS SUJETOS A ENCAJE/CARTERA BRUTA, 1998
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República, Subgerencia Monetaria y Reserva.

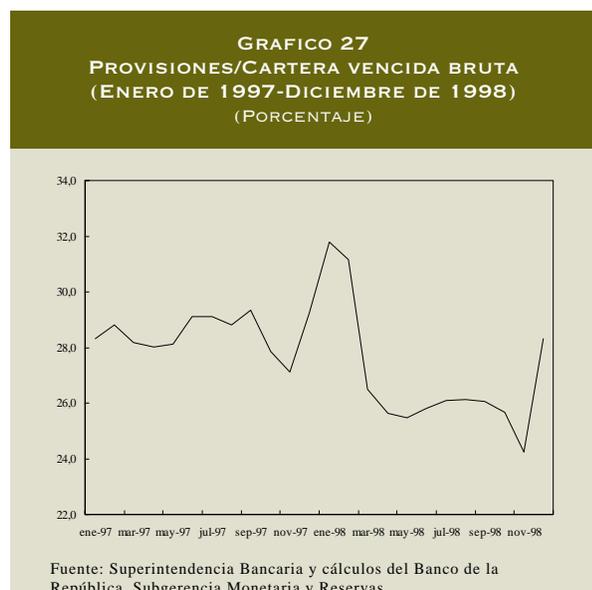
ocasionó una reducción en el patrimonio y los niveles de solvencia del mismo. La calidad de los activos continuó y acentuó el proceso de deterioro que viene presentándose desde 1996. Como se observa en el Gráfico 24, los activos improductivos vienen ganando participación sobre el activo de las entidades. Una manifestación de este comportamiento ha sido los niveles de la cartera vencida (Cuadro 13).

La relación de cartera vencida a cartera bruta fue a diciembre de 10,1% para el total del sistema. Las mayores proporciones son para las CAV, las compañías de financiamiento comercial tradicionales y *leasing*.

La cartera vencida¹¹ presentó una tasa de crecimiento anual significativa, 75,6% a diciembre, registrándose el mayor crecimiento en los bancos (120,1%) mientras las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento tradicionales y las CAV arrojaron, respectivamente, variaciones de 48,3%, 40,8% y 28,1%. De otra parte, las compañías *leasing* disminuyeron su cartera vencida en 23,2% entre diciembre de 1997 y diciembre de 1998.

El tipo de cartera que mostró una mayor proporción de la cartera vencida fue el de consumo, seguido por la hipotecaria y la comercial. Sin embargo, a nivel sistémico la comercial podría representar un mayor riesgo, ya que su cartera vencida es el 4,4% de la cartera total mientras que en la hipotecaria y la de consumo representan el 3,0% y 2,7%, respectivamente.

Para evaluar qué parte del deterioro de la cartera ya ha sido incorporado por las entidades financieras a sus cuentas patrimoniales es importante ver el comportamiento de las provisiones como proporción de la cartera vencida. A partir de febrero de 1998 el indicador de provisiones se deteriora en cerca de dos puntos porcentuales en relación con 1997¹² (Gráfico 27).



¹¹ Incluye toda la cartera de más de un mes de vencida.

El deterioro de los activos se reflejó en un deterioro de la rentabilidad y el patrimonio del sistema. En particular, el patrimonio alcanzó un monto de \$9,51 billones lo que implica una caída de \$640 mm con respecto al nivel de diciembre de 1997 (\$10,15 billones). Esto como efecto de las pérdidas acumuladas a diciembre por \$1.129 mm, provenientes principalmente de bancos (\$-631 mm) y corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) (\$-351 mm). Esta caída en el patrimonio disminuyó la relación de patrimonio técnico a activos ponderados por riesgo a pesar del escaso crecimiento de la cartera y los demás activos. Como se muestra en el Cuadro 14, la relación de solvencia de todos los intermediarios disminuyó, mostrando que el nivel de capital que respaldaba las actividades de riesgo de los intermediarios fue menor en diciembre de 1998 que en el mismo mes de 1997.

Las pérdidas del sistema estuvieron fuertemente determinadas por los resultados del sistema financiero oficial, en la medida en que las pérdidas de las entidades públicas ascendieron a \$943 mm, lo que equivale al 85% de las pérdidas del sistema.

En cuarto lugar, en 1998 se prosiguió con el proceso de reorganización institucional dentro del sector, lo que llevó a que se presentaran fusiones y adquisiciones importantes para la industria financiera. Estos procesos condujeron a una reducción en el número de instituciones, a 103 de 126 que se registraron en 1997. Se destaca la fusión del Banco Industrial Colombiano (BIC) y el Banco de Colombia convirtiéndose en la entidad con mayores activos en el sistema financiero (\$6,75 billones); la absorción del Banco Colpatria por parte de la corporación UPAC Colpatria (\$2,9 billones) y su conversión a banco; la fusión por absorción de Bancafé y Concasa a finales del año (\$5,2 billones); la cesión de activos y pasivos del banco Uconal a la corporación financiera UCN que luego se convirtió en el Banco Uconal S.A. y la consolidación de Coopdesarrollo como el banco cooperativo de mayor tamaño.

¹² En el caso de la cartera hipotecaria, este indicador puede estar sobrestimando la protección de la cartera vencida a través de las provisiones.

CUADRO 14
RELACION DE SOLVENCIA DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO
(1997-1998)

	Diciembre 1997		
	Patrimonio técnico	Activos ponderados por riesgo	Solvencia %
Bancos	4.320.642.604	36.160.837.828	11,95
Corporaciones financieras	1.409.158.904	9.791.544.796	14,39
Corporaciones de ahorro y vivienda 1/	832.412.465	7.982.188.671	10,43
Compañías de financiamiento comercial	415.779.000	2.520.983.000	16,49
Leasing	301.924.296	1.815.394.922	16,63
Total sistema	7.279.917.269	58.270.949.217	12,49
	Diciembre 1998		
	Patrimonio técnico	Activos ponderados por riesgo	Solvencia %
Bancos	4.094.071.706	43.354.472.719	9,44
Corporaciones financieras	1.285.258.541	9.293.377.540	13,83
Corporaciones de ahorro y vivienda 1/	785.542.353	8.792.891.216	8,93
Compañías de financiamiento comercial	408.074.000	2.604.307.000	15,67
Leasing	308.192.388	1.673.632.973	18,41
Total sistema	6.881.138.988	65.718.681.448	10,47

1/ Incluyen BCH y excluyen Davivienda en 1998.

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de la Subgerencia Monetaria y Reservas del Banco de la República.

V

METAS Y PROYECCIONES DE POLITICA PARA 1999

La Junta Directiva del Banco de la República fijó la meta de inflación de 1999 en 15%. De forma coherente, estableció el crecimiento del punto medio del corredor de la base monetaria¹³. Por otro lado, la Junta había definido la banda cambiaria para el año 1999 desde septiembre del año anterior con una pendiente de 13% y una amplitud de 7 puntos porcentuales a partir del punto medio.

La coherencia del programa macroeconómico de 1999, aprobado en septiembre del año anterior, supuso que el sector público alcanzaría un déficit de 2,1% del PIB al finalizar el año. Sin embargo, el gobierno, por la reducción de los recaudos tributarios debido al menor crecimiento de la economía y por los gastos derivados en la reconstrucción del Eje Cafetero, ha tenido que revisar sus estimativos y proyecta un déficit de 2,6%.

En las actuales circunstancias la política monetaria puede contribuir a la reactivación de la actividad económica, toda vez que el logro de la meta de inflación aparece muy factible y se han estabilizado los mercados monetario y cambiario. Estas condiciones se derivan del hecho de que la economía se encuentra por debajo de su nivel de pleno empleo de trabajo y capital, y, por lo tanto, la política monetaria puede incidir favorablemente en el gasto y la producción agregados, sin comprometer

la estabilidad de los precios y de la tasa de cambio. En consecuencia, el Banco viene tomando las medidas necesarias encaminadas a facilitar una reducción permanente de las tasas de interés.

A largo plazo, el crecimiento está determinado por factores como la tasa de ahorro y la productividad del trabajo y del capital, entre otros, que no pueden ser estimulados permanentemente por una política monetaria expansiva. Si se insiste en ella se obtiene más inflación y se reduce el bienestar de la sociedad, debido al aumento del impuesto inflacionario y, especialmente, a la caída de la productividad de la economía.

La solidez del programa macroeconómico fue puesto a prueba en enero a raíz de la devaluación de Brasil, cuando los mercados financieros respondieron sin sobresaltos. Adicionalmente, la inflación ha seguido cayendo en lo corrido de 1999, alcanzando un crecimiento anual de 15,3% para febrero, lo cual hace muy probable el cumplimiento de la meta del Banco.

A. BALANZA DE PAGOS

Las proyecciones actuales de la balanza de pagos para 1999 muestran que el déficit de la cuenta corriente se reducirá en un poco más de un punto del PIB con respecto a 1998. Esta disminución del déficit se sustenta en un crecimiento esperado de 8,1% de las exportaciones no tradicionales, en una reducción de 4,8% de las importaciones totales. De

¹³ El crecimiento del punto medio del corredor se estableció en 23,6%. La diferencia entre la meta de inflación y el crecimiento anual del corredor de base se explica por la reversión en enero de la disminución temporal de los encajes que se efectuó en diciembre de 1998.

acuerdo con las proyecciones, el país no debería encontrar dificultades para financiar este desequilibrio. En particular, durante 1999 se cuenta con grandes proyectos de privatización, lo que significa recursos para el país por US\$3,089 m, lo que incrementa la inversión extranjera directa en Colombia a US\$4,312 m. Adicionalmente, el sector público va a contar con desembolsos por US\$4,210 m, en su mayoría créditos contratados con organismos multilaterales.

Suponiendo que el sector privado se limita a conseguir el financiamiento necesario para hacer sus pagos programados de deuda de largo plazo y que se mantiene el saldo de deuda de corto plazo, el resultado de la balanza de pagos podría ser el de una pequeña acumulación de reservas internacionales alrededor de US\$300 m.

B. FINANZAS PUBLICAS

Las proyecciones fiscales para 1999 arrojan un déficit fiscal consolidado, sin privatizaciones, de 2,6% del PIB. Al considerar las privatizaciones, estimadas en 1,3% del PIB, el déficit del sector público no financiero podría situarse en 1,3% del PIB al finalizar el año. Frente a los resultados de 1998, las cifras proyectadas revelan un mejoramiento importante en el desempeño del sector público que es atribuible en buena medida a la reducción del déficit fiscal del gobierno. De acuerdo con los últimos estimativos, el déficit del gobierno central podría disminuir de 5,5% del PIB en 1998 a 3,6% del PIB en 1999, gracias al programa de ajuste que se adelanta actualmente y en especial a los ingresos adicionales que se espera recaudar como resultado de la aprobación de la Reforma Tributaria (Ley 488 de 1998) y a pesar de las dificultades que entraña la caída de los ingresos tributarios como resultado del menor crecimiento.

VI

RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACION FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPUBLICA

A. RESERVAS INTERNACIONALES

Saldo de las reservas internacionales

Al finalizar el año 1998, las reservas internacionales netas¹⁴ alcanzaron un monto de US\$8,704.1 m, con un descenso de US\$1,177.4 m frente al saldo obtenido el año anterior. El principal componente de las reservas corresponde a las inversiones financieras, US\$7,523.2 m, representadas en depósitos y títulos valores en el exterior. Los restantes rubros están constituidos por: US\$809.9 m en aportes al Fondo Monetario Internacional y al Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$196.4 m en Derechos Especiales de Giro (DEG), y US\$210.2 m. en oro, disponibilidades en caja, pesos andinos y saldos positivos de convenios internacionales. Se registraron también US\$35.7 m en pasivos externos de corto plazo, los cuales afectan negativamente las reservas (Cuadro 15).

Criterios de administración

Las reservas internacionales son administradas por el Banco de la República bajo criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Obedeciendo 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.

¹⁴ Son iguales al total de las reservas internacionales o reservas brutas menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera.

Del total de las inversiones financieras, el Banco de la República manejó directamente un portafolio de US\$5,300 m y por intermedio de las firmas especializadas Barclays Global Investors y J. P. Morgan Investment Management, US\$2,223 m. Con el fin de que el portafolio esté en concordancia con las operaciones externas del país, su distribución por monedas a diciembre 30 de 1998 fue la siguiente: dólares americanos, 82%; marcos alemanes, 13% y yenes japoneses, 5%. Es de anotar que en el corto plazo, esta política de inversión algunas veces trae como consecuencia 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 79% en papeles de gobiernos soberanos y en un 21% en instituciones bancarias y corporativas. El riesgo crediticio de las inversiones se distribuye, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas¹⁵, como sigue: el 82% "AAA", el 6% "AA+", el 6% "AA-", el 5% "AA" y el 1% "A+".

Al finalizar 1998, el capital de trabajo para asegurar la disponibilidad inmediata de divisas fue de US\$783 m. Su monto en cada momento del tiempo está determinado en función del promedio mensual de los pagos por importaciones de bienes según la

¹⁵ Standard & Poors, Moody's e IBCA.

CUADRO 15
PRINCIPALES COMPONENTES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
(1996-1998)
(MILLONES DE DOLARES)

Descripción	Diciembre 1996	Part. %	Diciembre 1997	Part. %	Diciembre 1998 (p)	Part. %
Caja	18,2	0,2	53,8	0,5	80,5	0,9
Efectivo en caja	17,0	0,2	52,9	0,5	79,9	0,9
Depósitos a la orden	1,2	0,0	0,9	0,0	0,6	0,0
Inversiones	9.183,3	92,8	8.982,3	90,9	7.523,2	86,4
Portafolio directo	8.262,3	83,5	6.942,5	70,3	5.299,6	60,9
Inversiones	8.263,4	83,5	6.945,3	70,3	6.748,1	77,5
Cuentas por cobrar	0,2	0,0	0,1	0,0	226,2	2,6
Cuentas por pagar en compra inversiones	(1,3)	(0,0)	(2,9)	(0,0)	(1.017,0)	(11,7)
Portafolio en administración	921,0	9,3	2.039,8	20,6	2.223,6	25,5
Oro	93,5	0,9	104,1	1,1	103,0	1,2
Caja	3,0	0,0	1,5	0,0	1,2	0,0
Custodia	90,5	0,9	102,6	1,0	101,8	1,2
Fondo Monetario Internacional	413,3	4,2	527,7	5,3	771,3	8,9
Derechos especiales de giro	176,4	1,8	172,3	1,7	196,4	2,3
Posición de reservas	236,9	2,4	355,4	3,6	574,9	6,6
Fondo Latinoamericano de Reservas	230,0	2,3	240,0	2,4	255,0	2,9
Aportes	210,0	2,1	220,0	2,2	235,0	2,7
Pesos andinos	20,0	0,2	20,0	0,2	20,0	0,2
Convenios internacionales	0,6	0,0	0,1	0,0	6,7	0,1
Total reservas brutas	9.938,9	100,4	9.908,0	100,3	8.739,8	100,4
Pasivos a corto plazo	42,3	0,4	26,5	0,3	35,7	0,4
Organismos internacionales	3,2	0,0	1,7	0,0	0,1	0,0
Saldo convenios internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	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	18,0	0,2
Depósitos Cta. Cte. otras entidades	9,3	0,1	11,3	0,1	17,5	0,2
Total reservas netas	9.896,6	100,0	9.881,5	100,0	8.704,1	100,0

Fuente: Banco de la República.

balanza cambiaria consolidada¹⁶. Estos recursos se mantienen en activos financieros con liquidez inmediata.

El rendimiento del portafolio de inversión de las reservas en 1998 fue de US\$625 m, producto de ingresos por rendimientos de US\$498 m, que equivalen a una tasa de interés del 7,0%, y de ingresos

por US\$127 m, causados principalmente por la devaluación del dólar frente a otras monedas del portafolio. 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.

¹⁶ Comprende las transacciones registradas en el mercado cambiario y en las cuentas de compensación en el exterior.

B. SITUACION FINANCIERA

Resultados en 1998

Al cierre de 1998, los activos del Banco de la República alcanzaron \$18.118 mm, registrando un aumento, frente al año anterior, de \$1.935 mm, 12,0% (Cuadro 16). Cuatro rubros explican la mayor parte (88%) de este crecimiento: a) la mayor liquidez otorgada al sistema financiero mediante REPOS y apoyos transitorios de liquidez, \$610 mm; b) la variación en pesos de las reservas internacionales, \$450 mm; c) el aumento de las inversiones, \$378 mm, por efecto de la compra de TES para atender la demanda por base monetaria, y d) el aumento del crédito otorgado a las corporaciones de ahorro y vivienda, \$309 mm¹⁷. La parte restante (12%) del aumento de los activos está representada básicamente por los otros activos netos, en especial los fondos de la provisión pensional.

Los pasivos, por su parte, disminuyeron \$1.541 mm, con relación al año anterior. Este comportamiento es explicado en un 89% por la caída de la base monetaria en \$1.364 mm, hecho que a su vez está asociado con la reducción de los niveles de encaje, efectuada el año pasado, y que redujo significativamente los depósitos del sistema financiero en el Banco de la República. La diferencia que surge entre el incremento de los activos y la disminución de los pasivos se compensa con el aumento del patrimonio en \$3.475 mm, como consecuencia, primero, del efecto de la devaluación sobre las reservas internacionales, que se refleja en el aumento del ajuste de cambios, \$2.032 mm, y segundo, de las utilidades generadas durante el ejercicio, \$1.496 mm.

¹⁷ La Corporación de Ahorro y Vivienda, Granahorrar, obtuvo recursos del Banco de la República a través de un apoyo de liquidez garantizado con pagarés de créditos otorgados por la entidad. Ante el incumplimiento de sus obligaciones y la cesación de pagos, el Banco hizo efectivas las garantías que respaldaban el cupo. De esta manera los pagarés por créditos otorgados por Granahorrar a sus clientes se encuentran ahora en el activo del Banco de la República.

Por otro lado, en 1998 el Banco de la República arrojó utilidades por \$1.497 mm (Cuadro 17). La mayor parte de ellas se explica por los rendimientos de las reservas internacionales que alcanzaron \$1.080 mm. Esta suma incluye los intereses de las reservas por \$716 mm y \$364 mm por el efecto de la valorización de los bonos más la devaluación del dólar frente al marco (7,9%) y el yen (13,4%). Las fuentes domésticas de las utilidades generaron \$420 mm, destacándose los ingresos por el señoreaje contenido en la fabricación de la moneda metálica, \$142 mm, y la utilidad por operación monetaria, \$277 mm. Este último, incorpora los intereses por las operaciones REPOS, por los préstamos de corto plazo al sector financiero y los rendimientos de los TES en poder del Banco.

Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, la Junta Directiva distribuyó las utilidades generadas en el ejercicio de 1998 de la siguiente manera: i) \$221,0 mm como reserva para fluctuación de monedas; ii) \$24,6 para la reserva de resultados cambiarios; iii) \$6,4 mm para inversión neta en bienes para la actividad cultural, y iv) el remanente, \$1.244,4 mm, para el Gobierno Nacional. Dado lo anterior, las reservas para fluctuación de monedas y las reservas de resultados cambiarios alcanzan saldos de \$316,1 mm y \$44,0 mm, respectivamente.

Por otra parte, la Junta consideró que no era necesario constituir reservas de estabilización monetaria y cambiaria y para la protección de activos, pues en el primer caso, no se prevén estados de pérdidas y ganancias negativos en 1999.

Proyección de ingresos y gastos para 1999

En el escenario básico de la programación macroeconómica, que supone acumulación de reservas internacionales de aproximadamente US\$300 m, los ingresos y gastos del Banco de la República en el presente año arrojan utilidades de \$570 mm. Estos

resultados significan un descenso de \$927 mm, con respecto a lo observado en 1998 (Cuadro 17).

Debe anotarse, con especial énfasis, que esta proyección está sujeta a grandes incertidumbres pues si bien los gastos operativos del Banco se conocen con precisión, no es éste el caso de la mayoría de los ingresos, los cuales pueden variar como consecuencia de la acumulación de las reservas internacionales, de sus rendimientos, de la variación de la tasa de cambio de las monedas en las cuales éstas se encuentran invertidas, del monto de las operaciones activas y pasivas del Banco en el mercado interno y de las tasas de interés a las que éstas efectivamente se efectúen.

Bajo estas premisas generales en 1999 se proyectan menores ingresos que en 1998 en los siguientes rubros: i) los rendimientos de las reservas internacionales son inferiores en \$329 mm, puesto que no se contemplan valorizaciones, ii) los intereses por compra transitoria de títulos caen en \$145 mm, pues se prevé que los menores porcentajes de encaje vigentes en el presente año, reducirán este tipo de

operaciones, iii) el señoreaje por moneda emitida se reduce en \$143 mm, pues se estima una menor necesidad de emisión, y iv) la disminución de los ingresos por redención anticipada de títulos en \$101 mm, debido a efecto del menor porcentaje de depósito aplicado sobre endeudamiento externo, decisión tomada por la Junta Directiva del Banco de la República desde agosto del año anterior.

Por el lado de los egresos no operativos del Banco se proyectan aumentos que se originan en la remuneración de los encajes, etc.

Es importante aclarar que es práctica internacional corriente remunerar los encajes, cuando las cuentas financieras pagan un crédito sobre los depósitos sujetos a encaje. La medida es fundamental para reducir los márgenes de intermediación. Con este propósito la Junta en los últimos años ha logrado reducir los encajes a niveles más acordes con las prácticas internacionales y en 1998 se inició el proceso de remunerar aquellos correspondientes que pagan interés.

CUADRO 16
BALANCE DEL BANCO DE LA REPUBLICA- RESULTADOS DE 1997-1998
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Diciembre 1997		Diciembre 1998	
	Saldos	Part. %	Saldos	Part. %
Activos	16.183,1	100,0	18.117,6	100,0
Reservas internacionales brutas	12.756,5	78,8	13.206,8	72,9
Aportes en organismos internacionales	1.059,4	6,5	967,2	5,3
Inversiones	564,7	3,5	942,8	5,2
Sector público deuda consolidada	564,7	3,5	453,8	2,5
Sector público regulación monetaria	0,0	0,0	489,0	2,7
Sector privado	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera de créditos	176,3	1,1	455,2	2,5
Sector público Gobierno Nacional	4,7	0,0	4,7	0,0
Bancos comerciales	42,6	0,3	31,4	0,2
Corporaciones financieras	92,4	0,6	76,4	0,4
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	0,0	308,8	1,7
Resto del sistema financiero	36,6	0,2	33,9	0,2
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	530,5	3,3	1.140,1	6,3
Cuentas por cobrar	109,6	0,7	143,7	0,8
Otros activos netos	986,1	6,1	1.261,7	7,0
Pasivo y patrimonio	16.183,1	100,0	18.117,6	100,0
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	37,9	0,2	1,1	0,0
Base monetaria	8.287,1	51,2	6.923,1	38,2
Billetes en circulación	5.046,1	31,2	5.623,0	31,0
Moneda de tesorería	317,4	2,0	317,1	1,8
Depósitos para encaje bancos	2.166,9	13,4	880,5	4,9
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	756,7	4,7	102,5	0,6
Otros depósitos	220,8	1,4	133,7	0,7
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	119,9	0,7	70,7	0,4
Obligaciones organismos internacionales	877,9	5,4	759,9	4,2
Pasivos por líneas externas	178,3	1,1	198,7	1,1
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	207,4	1,3	149,5	0,8
Títulos de participación	53,8	0,3	25,8	0,1
Certificados de cambio	0,5	0,0	0,5	0,0
Título en Div. por Financ. y Dep. Resolución 5/97 J.D.	151,0	0,9	120,0	0,7
Otros	2,1	0,0	3,2	0,0
Cuentas por pagar	40,8	0,3	15,3	0,1
Otros pasivos	317,4	2,0	494,8	2,7
Patrimonio total	5.895,6	36,4	9.370,7	51,7
Capital	12,7	0,1	12,7	0,1
Reservas	136,4	0,8	114,4	0,6
Superávit patrimonial	5.460,3	33,7	7.492,3	41,4
Liquidación CEC	453,5	2,8	453,5	2,5
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	5.006,8	30,9	7.038,8	38,9
Valorizaciones	222,3	1,4	254,8	1,4
Resultados	63,9	0,4	1.496,5	8,3
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	63,9	0,4	1.496,5	8,3

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 17
ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS-BANCO DE LA REPUBLICA, 1997- 1999
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	1997		1998		1999	
	Ejecución	Proyección	Ejecución	Proyección	Ejecución	Proyección
I. Ingresos totales	885,7	1.332,8	2.105,7	1.347,3		
1. Ingresos operacionales	873,4	1.325,3	2.097,2	1.343,7		
Intereses y rendimientos	455,4	945,2	1.428,3	1.043,3		
Reservas internacionales netas	257,6	671,8	1.079,8	750,7		
Gobierno Nacional	0,1	0,1	0,1	0,1		
Líneas externas	40,0	22,3	23,7	20,0		
Valoración de TES "A" y "B" precios de mercado	152,0	99,6	52,9	92,5		
Val. de TES por Oper. de expansión monetaria			45,8	131,3		
Compra transitoria de títulos		151,2	190,7	45,9		
Otros	5,6	0,2	35,4	2,7		
Comisiones	35,7	36,9	47,8	44,8		
Servicios bancarios	31,5	32,0	40,2	40,1		
Metales preciosos	0,4	0,3	0,2	0,1		
Compraventa divisas	3,9	4,6	7,3	4,6		
Otros		0,0		0,0		
Diferencias en cambio	187,9	98,6	110,4	95,9		
Moneda emitida y metales preciosos	122,2	99,0	177,1	33,7		
Redención anticipada de títulos	70,6	145,6	227,1	126,0		
Otros	1,6	0,6	106,5	0,9		
2. Ingresos no operacionales	12,3	7,5	8,5	3,6		
II. Egresos Totales	821,8	430,6	609,3	777,7		
1. Egresos operacionales	819,7	429,9	608,8	773,7		
Intereses y rendimientos	424,9	14,5	56,2	360,9		
Reservas internacionales netas						
Títulos de participación	413,3	8,8	19,2	0,0		
Encaje en cuentas de depósito			25,8	271,0		
Títulos canjeables	0,6	0,4	0,1	0,2		
Venta transitoria de títulos				75,1		
Líneas externas	10,9	5,3	11,0	14,7		
Comisiones y honorarios	0,1	0,0	4,6	0,0		
Diferencias en cambio	100,0	55,5	76,1	58,2		
Organismos internacionales	31,1	25,5	21,5	18,3		
Líneas externas	45,7	12,3	42,5	29,2		
Otros	23,2	17,7	12,1	10,7		
Costo de emisión especies monetarias	27,8	35,6	48,8	36,1		
Gastos de personal	108,9	125,0	124,5	147,1		
Pensiones de jubilación	100,8	118,3	120,3	83,2		
Otros	57,2	81,0	178,2	88,2		
2. No operacionales	2,1	0,7	0,5	4,0		
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	63,9	902,2	1.496,5	569,6		

Fuente: Banco de la República.