

**Coyuntura Fiscal:**  
**SAN ANTONIO BAJA GASTOS Y SUBE  
INGRESOS...**

La noticia de la fuerte recuperación de las finanzas públicas, conocida a finales de la semana antepasada, tomó por sorpresa a expertos y a legos en la materia.

El Ministro de Hacienda anunció la recuperación de las finanzas del Gobierno Central, con base en el resultado favorable de los ingresos corrientes observados, respecto a los programados. En su opinión, esta es una prueba más del proceso de reactivación de la economía y permite revisar a la baja las proyecciones del déficit fiscal en casi un punto; ahora se espera que el déficit del Gobierno Central sea de 3.5% del PIB y no del 4.5%, proyectado a comienzos de año; de igual forma, se calcula que el déficit del sector público consolidado puede terminar el año en 0.5% del PIB.

Con estos resultados, aparentemente se pondría punto final a las preocupaciones sobre el problema coyuntural de las finanzas públicas. Sin embargo, creemos que es necesario determinar si las fuentes de la mejor situación de las finanzas son estables hacia el futuro.

**Fuentes de Ingresos**

Las cifras del Confis muestran que en el mes de agosto el Gobierno Central arrojó un superávit equivalente al 0.12% del PIB y que en el periodo enero-agosto el déficit corriente real observado, después de privatizaciones, fue de 1.79% del PIB, frente al déficit programado, que era de 2.73%.

El déficit acumulado para el periodo enero-agosto fue menor al déficit programado por varias razones.

En primer lugar, el programa de privatizaciones mostró una ejecución superior en \$500 millones a la cifra programada (Cuadro 1). Si bien existe un ingreso superior al previsto, del orden de los \$200 millones, la porción restante estaba prevista como ingreso en un mes diferente.

**Cuadro 1**  
**Operaciones Efectivas Gobierno Nacional**  
**Enero - Agosto de 1997**

Millardos (\$)	Observadas	Programadas
<b>Ingresos Totales</b>	9.918	9.503
Tributarios	8.477	8.313
Internos	5.856	5.760
Externos	1.931	1.935
No Tributarios y Otros	1.441	1.190
<b>Pagos Totales</b>	12.581	12.597
Funcionamiento	8.949	8.837
Intereses Deuda	1.582	1.535
Pagos de Inversión	2.050	2.225
<b>Privatizaciones</b>	663	162
<b>Déficit Real después de Privatizaciones</b>	<b>2.000</b>	<b>2.932</b>

Fuente: Confis.

En segundo lugar, los pagos de inversión ejecutados fueron inferiores en \$186 millones a los proyectados.

Finalmente, los ingresos totales observados en el período fueron superiores en \$415 millones a los programados.

Los ingresos totales observados fueron superiores a los esperados, debido básicamente a la mayor ejecución del rubro ingresos no tributarios y otros (superior en \$250 millones).

Además, las cifras del Confis indican un mayor valor de \$95 millardos en los recaudos de los ingresos tributarios internos, respecto a la programación.

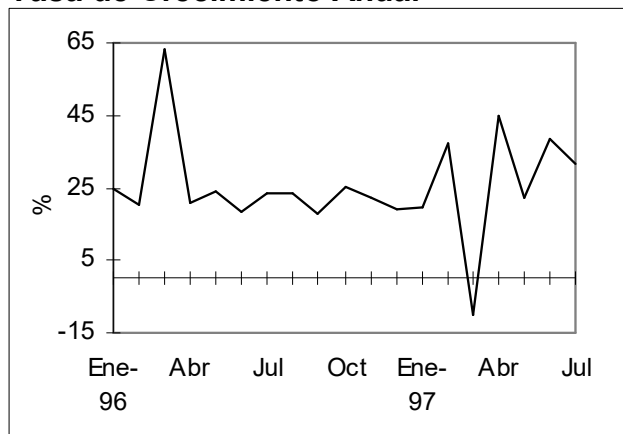
### ¿Bases Estables?

La revisión de las cifras de ingresos observados, hasta agosto del presente año, no da indicios sólidos sobre un cambio de tendencia en los ingresos.

Como se mencionó, los mayores ingresos provienen de privatizaciones y, en menor escala, de los ingresos tributarios internos; por lo visto, el repunte de los registros de importaciones aún no se refleja en mayores recaudos.

En el Gráfico 1 no se percibe un cambio en el crecimiento de los ingresos tributarios; después de una notoria caída en marzo, la tasa de crecimiento anual muestra síntomas de recuperación, pero sería apresurado concluir que está marcando un cambio consistente en la tendencia.

**Gráfico 1**  
**Ingresos Tributarios**  
**Tasa de Crecimiento Anual**



Fuente: Dian. Cálculos Asobancaria.

Finalmente, quedan interrogantes respecto a la relación entre la evolución de

los ingresos del fisco y la reactivación de la economía; vemos que el crecimiento de las importaciones no contribuye a explicar los mayores ingresos y que las cifras de la actividad sectorial, hasta ahora conocidas, no permiten detectar cuál es el sector que está entrando en la senda de la reactivación.

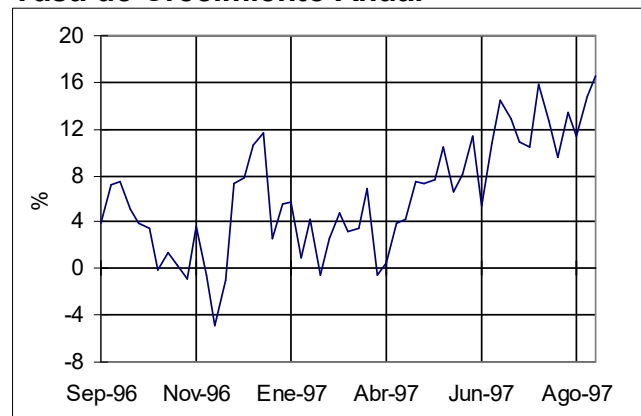
Sería deseable que las autoridades económicas publicaran el detalle de las fuentes de tributación y explicaran cómo derivan su conclusión sobre la reactivación de la economía.

## I. POLITICA MONETARIA

### A. Agregados Monetarios

La base monetaria presentó un crecimiento anual de 16.6% durante la semana que finalizó el 5 de septiembre (Gráfico 2); es el registro más alto desde abril de 1996.

**Gráfico 2**  
**Base Monetaria**  
**Tasa de Crecimiento Anual**

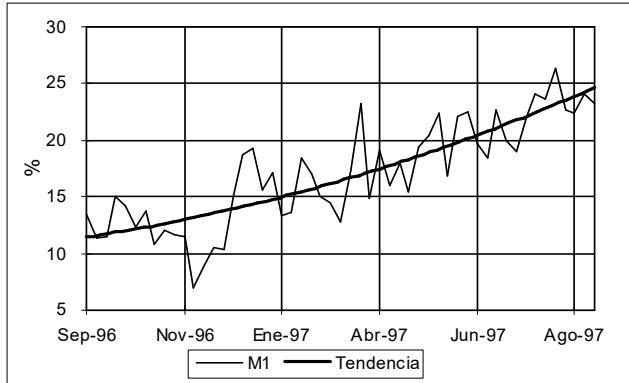


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Durante la semana que terminó el 5 de septiembre, la tasa de crecimiento anual de los medios de pago fue de 23.3%, más baja que la registrada la semana pasada,

que fue de 24.1%, e inferior a la tendencia (Gráfico 3).

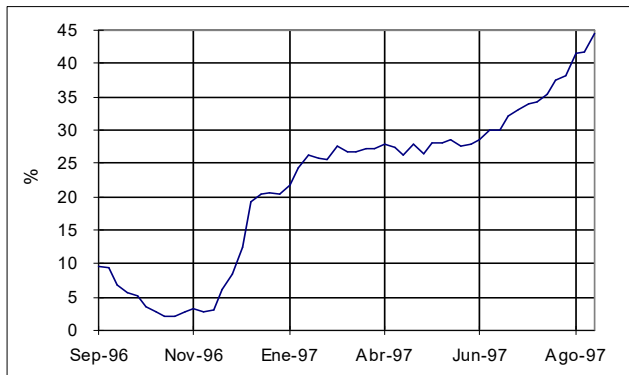
**Gráfico 3**  
**Medios de Pago**  
**Tasa de Crecimiento Anual**



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Al finalizar la primera semana de septiembre, la tasa de crecimiento anual de las reservas internacionales en pesos fue de 44.6%; su trayectoria continuó con rumbo ascendente (Gráfico 4). El comportamiento de esta variable da espacio de maniobra en casos de olas alcistas del dólar, como el que se evidenció en las últimas semanas.

**Gráfico 4**  
**Reservas Internacionales**  
**Tasa de Crecimiento Anual**

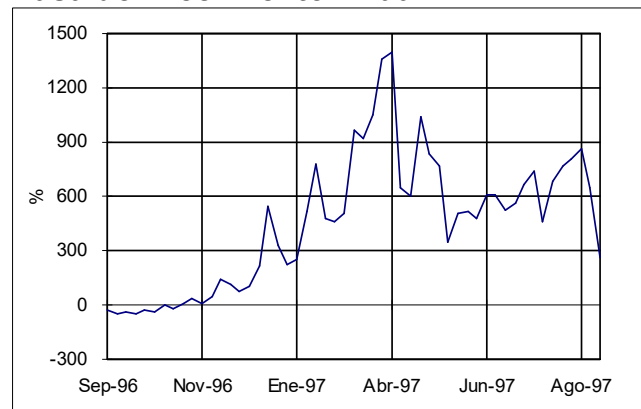


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

El saldo de las OMA decreció en la semana que terminó el 5 de septiembre; pasó de un crecimiento anual de 773% a comienzos de agosto a uno de 264% a comienzos de septiembre (Gráfico 5).

Este comportamiento podría explicarse por el alza de la cotización del dólar: algunos agentes, ante la oportunidad de obtener ganancias extraordinarias con la negociación del dólar, decidieron no renovar sus títulos.

**Gráfico 5**  
**Saldo de las OMA**  
**Tasa de Crecimiento Anual**



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

## B. TASAS DE INTERÉS

**Cuadro 2**  
**Tasa Interbancaria Diaria y Tasa de CDT de Tesorería a 90 días**

	Tasa Interbancaria % E.A.	CDT a 90 días % E.A.
15-sep	22.96	22.98
16-sep	24.41	22.95
17-sep	23.65	22.67
18-sep	23.81	22.41
19-sep	24.08	22.74

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

La tasa interbancaria cerró a 24.08% E.A. el 19 de septiembre; la tasa fluctuó durante la semana entre el 22 y el 24% E.A. (Cuadro 2).

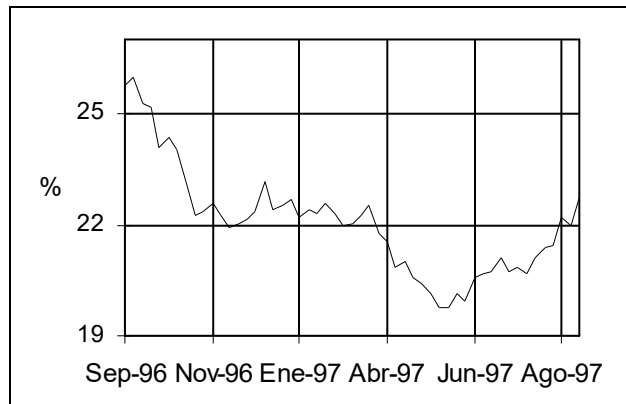
En la semana que finalizó el 19 de septiembre, la tasa de CDT de tesorería a 90 días se mantuvo estable alrededor de 22.75% E.A., su promedio de la semana.

### C. Cartera de Créditos

La cartera del sistema financiero registró un crecimiento anual de 22.7% el 5 de septiembre (Gráfico 6); continúa así la leve tendencia creciente presentada desde junio.

El comportamiento del dólar parece no haber afectado el crecimiento de la cartera del sistema financiero, por lo menos durante la primera semana de septiembre.

**Gráfico 6**  
**Cartera del Sistema Financiero**  
**Tasa de Crecimiento Anual**



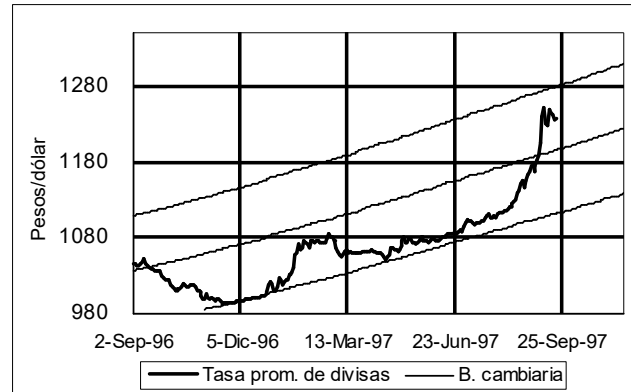
Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

## II. MERCADO CAMBIARIO

La tasa de cambio promedio del mercado interbancario de divisas cerró a \$1.238.47 el 19 de septiembre (Gráfico 7).

La cotización subió \$11 con relación al viernes 12 de septiembre.

**Gráfico 7**  
**Tasa de Cambio Promedio y Banda Cambiaria**

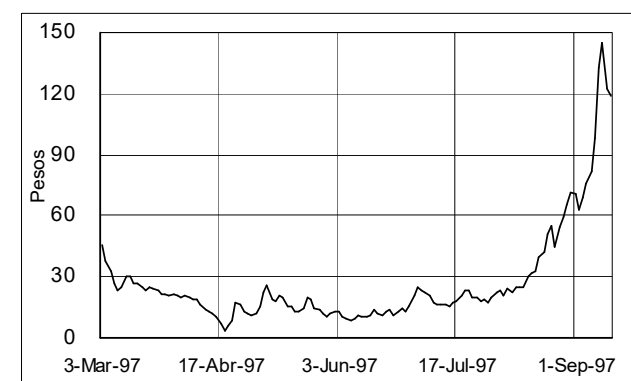


Fuente: Banco de la República y Citiinfo.

La cotización sigue alejándose aceleradamente del límite inferior de la banda cambiaria, aunque al finalizar la presente semana, se frenó dicha trayectoria (Gráfico 8).

La devaluación para el presente año se situó en 23% al finalizar la semana, dados los pronunciados movimientos ocurridos durante las últimas semanas.

**Gráfico 8**  
**Diferencia Tasa de Cambio Promedio y Límite Inferior de la Banda Cambiaria**



Fuente: Banco de la República y Citiinfo.