

**ESTIMACIÓN DEL EFECTO INGRESO SOBRE LOS BALANCES
FINANCIEROS DE LOS SECTORES PÚBLICO Y PRIVADO: 1996-2000**

**Por:
Freddy Cepeda L.
Carlos Varela B.**

ESTIMACIÓN DEL EFECTO INGRESO SOBRE LOS BALANCES FINANCIEROS DE LOS SECTORES PÚBLICO Y PRIVADO: 1996-2000

Freddy Cepeda y Carlos Varela *
Subgerencia de Estudios Económicos
BANCO DE LA REPUBLICA
(Versión para comentarios)

I. Introducción

En este trabajo se presenta una estimación del efecto de las variaciones de las tasas de interés y de la tasa de cambio sobre el flujo de caja de los agentes del sector real en el período comprendido entre 1996 y 2000.

Para la estimación de los efectos, se realiza un ejercicio de tipo estático, donde se consideran solamente los balances financieros¹ de los sectores privado y público no financieros. El balance financiero del sector público no financiero se obtiene a partir de las cuentas de dicho sector, mientras que el balance del sector privado no financiero se calcula como residual a partir de los balances de los sectores público no financiero, externo y del sistema financiero. Al mismo tiempo, debido a limitaciones en la información, esta metodología no incluye el financiamiento intra-sectorial, es decir, no se consideran los préstamos otorgados dentro de agentes de un mismo sector.

El trabajo se compone de cinco secciones. En la segunda se hace un recuento del canal de transmisión de la política monetaria, a través del balance general de los agentes económicos. En la tercera se presenta, a partir de la información estimada de los balances, la evolución de la posición financiera neta de los sectores público y privado no financieros. En la cuarta y quinta secciones, se estima el impacto sobre el flujo de caja de los agentes de las variaciones en la tasa de interés y las tasas de cambio. En la sección final se presentan las conclusiones.

II. La transmisión de la política monetaria a través del balance de los agentes²

En la medida que variaciones en las tasas de interés afecten el valor y el retorno (costo) de los activos (pasivos) del sector real de la economía, la riqueza neta y el ingreso corriente de los agentes económicos se verán afectados. El efecto sobre la riqueza dependerá de la estructura de los portafolios. Cuanto mayor sea la proporción de activos

* Los autores son respectivamente, Profesional Experto en Sector Financiero y Director Departamento Técnico y de Información Económica de la Subgerencia de Estudios Económicos. Los resultados y opiniones aquí expresadas son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Los autores agradecen a los profesionales de las secciones de Sector Financiero, Sector Externo, Finanzas Públicas y Cuentas Financieras por su colaboración en la preparación de este documento al igual que a Enrique López y los miembros de la Junta Directiva por sus valiosas observaciones y comentarios.

¹ Por falta de información, para efectos de la estimación, no se consideran los activos reales

² La descripción presentada en esta sección se basa en el artículo de José M. Gonzales Mingues "The Balance-sheet Transmission Channel of Monetary Policy: The Cases of Germany and Spain", documento de trabajo No 9713, Banco de España. Servicio de Estudios.

financieros a largo plazo y mayor sea la variación en el precio de mercado de los mismos más grande será su efecto sobre la riqueza de los agentes. Por otra parte, el efecto ingreso corriente se refiere a las variaciones en el flujo de caja resultante de cambios en el rendimiento y el costo financiero de los activos y pasivos de corto plazo en los balances de los agentes. El tamaño de estos efectos va a depender en manera crucial de la composición de los activos y pasivos de las firmas y los hogares.

Los efectos ingreso y riqueza de este canal de transmisión, pueden modificar la demanda agregada a través de variados caminos: i) generando cambios en los incentivos de los agentes a consumir; ii) alterando la capacidad de endeudamiento de los agentes y iii) afectando la estructura de capital.

Los efectos sobre los balances de los agentes no solo ocurren a través del impacto de los movimientos en las tasas de interés sobre los activos y pasivos denominados en moneda nacional, sino también sobre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera. Si las variaciones de las tasas de interés llevan a presiones de apreciación (depreciación) sobre la moneda nacional, el valor de mercado, retorno y costo en moneda doméstica asociado con los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se reducirá (incrementará).

De acuerdo con lo anterior, para evaluar los efectos ingreso y riqueza de variaciones en las tasas de interés se debe tener en cuenta lo siguiente:

- Activos netos denominados en moneda nacional y extranjera: se necesita conocer la posición activa neta de los agentes del sector real. Así mismo, la composición de sus activos y pasivos, la modalidad de remuneración de los instrumentos y los plazos de maduración. En el caso de los activos y pasivos en moneda extranjera también se debe conocer el impacto de las variaciones de las tasas de interés sobre la tasa de cambio.
- En general los activos y pasivos sujetos al efecto ingreso son aquellos instrumentos de corto y mediano plazo cuya remuneración es afectada por las variaciones en las tasas de interés. En este grupo se incluye los cuasidineros (Ahorro y CDT) y la cartera del sistema financiero. También en la medida que los portafolios de los fondos fiduciarios incluyan este tipo de instrumentos se afectará el ingreso de los dueños de dichos fondos.
- Para determinar el efecto riqueza se deben considerar únicamente los activos financieros de largo plazo, cuyo precio de mercado se ve afectado significativamente por variaciones en las tasas de interés. En este caso es necesario conocer la estructura del portafolio de largo plazo.

A manera de ilustración en el Cuadro 1 se presenta para una categoría de instrumentos financieros, la existencia de efectos ingreso o riqueza de la política monetaria. En el Cuadro un signo + (-) representa un efecto ingreso y/o riqueza que tiende a reforzar (debilitar) la transmisión de la política monetaria, mientras que un cero está asociado con un efecto ingreso o riqueza insignificante para la política monetaria.

Cuadro 1
Dirección de los efectos ingreso y riqueza por categorías de Instrumentos Financieros
ante cambios en las tasa de interés domésticas

	Efecto	
	Ingreso	Riqueza
ACTIVOS		
Caja y depósitos a la vista	0	0
Otros depósitos	-	0
Titulos de corto plazo	-	0
Bonos	0	+
Acciones	0	+
Certificados en Fondos mútuos	+/-	+/-
Reservas de seguros	0	+
Derechos en moneda extranjera	+	+
PASIVOS		
Titulos de corto plazo	+	0
Bonos	0	0
Acciones	0	0
Préstamos del Sistema Financiero		
Corto y Largo plazo con tasa variable	+	0
Largo plazo con tasa fija	0	0
Créditos concedidos por otras entidades no financieras	0/+	0
Pasivos denominados en moneda extranjera	-	-

Un signo +(-) significa que el impacto de la política monetaria es ampliado (atenuado),
0 indica la ausencia de efecto significante

Tomado de José M. Gonzales Mingues "The Balance-sheet Transmission Channel of Monetary Policy: The Cases of Germany and Spain", documento de trabajo No 9713, Banco de España. Servicio de Estudios.

Una característica importante del efecto ingreso es el hecho que el empeoramiento en el flujo de intereses de un agente podría ser compensado por la mejoría de otros, ya que un activo financiero es siempre un pasivo de otro agente. No obstante, un cambio en el ingreso por intereses generado por un activo podría generar un efecto ingreso (y de allí un impacto sobre la demanda agregada) siempre que la propensión al gasto del ingreso por intereses de la contrapartida sea diferente, o que los acreedores no tengan la misma oportunidad de gasto que los prestatarios.

Las consideraciones anteriores, no aplican al efecto riqueza. Siempre que la política monetaria es capaz de afectar los precios de ciertos activos financieros, sus tenedores consideraran este hecho como un cambio en su riqueza. Sin embargo, la riqueza neta de los emisores no será afectada por las variaciones de precios en el mercado secundario de los instrumentos emitidos previamente. Consecuentemente, mientras se puede concebir que una parte del efecto ingreso pueda medir un juego de suma-cero - en el sentido de que el ingreso total del sector privado no financiero podía permanecer inalterado-, cambios en el nivel de precios de los activos siempre generaran auténticos efectos riqueza.^{3,4}

³ Op cit. 2.

⁴ Otro aspecto mencionado en la literatura sobre este tema es que la desregulación y otros cambios en el mercado financiero han probablemente incrementado la importancia de este canal. En particular, si los agentes enfrentan restricciones de liquidez y su ingreso corriente juega un papel importante en las decisiones de gasto, puede haber una mayor sensibilidad del gasto a las variaciones en las tasas de interés en la medida que estas afecten el flujo de caja de los agentes.

III. Evolución de activos financieros netos de los sectores privado y público no financiero de 1996 a 2000.

A. Sector privado no financiero - SPrivNF⁵

A partir del balance financiero, presentado en el Cuadro 2, podemos observar que de 1996 a 2000, la posición financiera del SPrivNF fue negativa, registrando los valores más bajos en 1997 y 1998. En términos reales su valor más bajo ocurrió en 1997, cuando los activos netos del sector alcanzaron un valor de -\$28.506 mm (expresado en pesos de 1996). Sin embargo, al descomponer por activos domésticos y externos encontramos que mientras la posición financiera doméstica neta es positiva para los años 1999 y 2000, la posición de activos externos netos (activos netos con no-residentes) fue negativa en todo el período.

Activos financieros domésticos netos del SPrivNF

La posición de activos domésticos netos del SPrivNF ha mejorado en todos los años desde 1996 hasta 2000. En efecto, en el gráfico 1 se puede observar, en millones de pesos constantes de 1996, que la mejoría en la posición financiera neta total del Sector privado no financiero, corresponde fundamentalmente al creciente resultado de la posición neta con el sector doméstico. Mientras que la posición financiera neta doméstica del SPrivNF, en pesos de 1996, mejoró, pasando de un saldo negativo de \$2.634 mm en 1996 a uno positivo de \$41.790 mm en 2000; la posición externa neta se mantuvo negativa, registrando en el 2000 un saldo de -\$17.508 mm, nivel cercano al observado en 1996. Dentro de este período se destacan las siguientes características:

- Entre 1997 y 2000 los activos financieros domésticos (AFD) tuvieron tasas de crecimiento anual real de 4.5%, -2.4%, 11.3% y -4.5%. Por otra parte, los pasivos financieros domésticos (PFD) registraron tasas de crecimiento anual de 2.5%, -3.3%, -6.8% y -9.4%. Se observa que el aumento en el valor de los activos financieros domésticos netos se explica tanto por el incremento de activos financieros domésticos como por la reducción de pasivos durante los años de 1999 y 2000.
- Igualmente, se observa en el cuadro 2 una recomposición de los activos financieros domésticos hacia activos con el sector público. Entre 1998 y 2000 la tenencia de Bonos emitidos por el sector público aumentó, en términos nominales, de \$2.0 billones a \$3.9 billones

⁵ Cabe señalar que debido a las limitaciones de la información no es posible desagregar la información del sector privado entre firmas y hogares. Por esta razón, tampoco es posible conocer la parte de financiamiento intrasectorial que se daría especialmente a través de acciones y bonos emitidos por las firmas y adquiridos por los hogares.

Cuadro 2

BALANCE FINANCIERO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO 1996-2000 1/

ACTIVOS	Miles de millones de pesos					Miles de millones de pesos constantes de 1996				
	1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
Sector Público No Financiero										
Bonos	828.6	1,789.4	2,046.1	2,974.3	3,979.2	828.6	1,520.5	1,489.8	1,982.6	2,439.0
Moneda Nacional	651.8	1,640.0	1,813.0	2,856.7	3,847.2	651.8	1,393.6	1,320.1	1,904.2	2,358.1
Moneda Extranjera	176.8	149.3	233.1	117.6	132.0	176.8	126.9	169.7	78.4	80.9
Créditos Comerciales y proveedores 2/	3,026.2	3,027.5	3,689.0	6,406.5	5,871.8	3,026.2	2,572.6	2,686.0	4,270.5	3,599.1
Acciones	14.1	28.5	376.0	1,500.6	336.5	14.1	24.2	273.7	1,000.3	206.3
Total Sector Público	3,868.8	4,845.4	6,111.0	10,881.4	10,187.5	3,868.8	4,117.3	4,449.5	7,253.4	6,244.4
Sector Externo										
Dinero y Depósitos Monetarios en M/E	1,563.6	2,929.1	3,832.9	5,579.1	6,647.0	1,563.6	2,488.9	2,790.8	3,719.0	4,074.2
Títulos a Corto Plazo M/E	757.0	2,102.3	1,840.6	3,800.0	6,498.7	757.0	1,786.4	1,340.2	2,533.0	3,983.3
Préstamos a Corto Plazo M/E	84.0	138.7	238.1	322.9	429.4	84.0	117.8	173.4	215.2	263.2
Préstamos a Largo Plazo M/E	0.0	1.7	2.0	12.9	15.0	0.0	1.4	1.4	8.6	9.2
Acciones y otras participaciones de capital M/E	1,089.8	1,854.1	3,804.1	5,064.7	6,534.6	1,089.8	1,575.5	2,769.8	3,376.1	4,005.3
Créditos Comerciales M/E	1,425.6	2,201.0	2,553.7	3,956.3	5,375.7	1,425.6	1,870.2	1,859.4	2,637.3	3,295.0
Total Sector Externo	4,920.0	9,226.7	12,271.4	18,735.9	25,500.4	4,920.0	7,840.3	8,935.0	12,489.1	15,630.3
Sector Financiero (Público y Privado) 3/										
Efectivo	3,212.5	4,092.5	4,569.3	6,037.4	7,338.5	3,212.5	3,477.5	3,326.9	4,024.5	4,498.1
Dep Cta Cte	3,641.3	4,139.1	3,799.2	4,114.7	6,058.1	3,641.3	3,517.2	2,766.3	2,742.8	3,713.3
Cuasidineros	16,829.8	18,325.0	22,051.5	24,651.4	21,147.5	16,829.8	15,571.4	16,056.0	16,432.3	12,962.2
Cds	9,029.1	8,096.8	12,567.0	13,095.9	10,412.2	9,029.1	6,880.1	9,150.2	8,729.6	6,382.1
Ahorro	7,800.7	10,228.2	9,484.4	11,555.5	10,735.2	7,800.7	8,691.2	6,905.8	7,702.8	6,580.1
Bonos Y Otros Títulos	5,295.3	6,485.7	5,923.6	4,225.7	2,900.5	5,295.3	5,511.1	4,313.1	2,816.8	1,777.9
Bonos y Cédulas	5,095.1	6,349.7	5,803.1	4,167.9	2,853.7	5,095.1	5,395.6	4,225.3	2,778.3	1,749.2
Aceptaciones	200.2	136.0	120.6	57.8	46.8	200.2	115.6	87.8	38.5	28.7
Créditos Comerciales y proveedores	1,111.5	1,295.2	1,681.8	1,362.1	1,343.6	1,111.5	1,100.6	1,224.5	908.0	823.5
Acciones y otras Participaciones	1,748.4	2,122.5	2,833.4	3,545.9	3,592.9	1,748.4	1,803.6	2,063.0	2,363.7	2,202.3
Otros activos en Aseguradoras	1,990.2	2,688.9	3,250.9	3,848.0	4,352.6	1,990.2	2,284.9	2,367.1	2,565.1	2,667.9
Otros activos en Pensiones, Cesantías Y Eps	1,577.6	2,934.9	4,988.3	7,844.0	11,252.3	1,577.6	2,493.9	3,632.0	5,228.7	6,897.0
Otros activos en Fondos En Fideicomiso	7,894.5	11,107.4	10,913.0	13,902.1	15,299.0	7,894.5	9,438.4	7,945.9	9,267.0	9,377.4
Total Sector Financiero	43,301.1	53,191.3	60,011.0	69,531.4	73,285.2	43,301.1	45,198.4	43,894.9	46,348.9	44,919.6
Total Activos Financieros	52,089.9	67,263.4	78,393.4	99,148.8	108,973.1	52,089.9	57,156.0	57,079.4	66,091.4	66,794.2
PASIVOS										
Sector Público No Financiero										
Créditos Comerciales y proveedores	3,335.2	3,802.9	4,659.9	4,341.2	5,251.3	3,335.2	3,231.5	3,392.9	2,893.8	3,218.7
Acciones	509.7	1,451.5	2,341.8	3,393.9	2,152.5	509.7	1,233.4	1,705.1	2,262.4	1,319.4
Total Sector Público No financiero	3,844.9	5,254.4	7,001.7	7,735.1	7,403.8	3,844.9	4,464.9	5,098.1	5,156.1	4,538.1
Sector Externo										
Títulos y Bonos a Largo Plazo M/E	1,134.6	1,597.3	1,877.1	2,190.4	2,506.3	1,134.6	1,357.3	1,366.7	1,460.1	1,536.2
Préstamos a Corto Plazo M/E	809.9	1,112.3	1,527.1	2,075.7	3,350.0	809.9	945.2	1,111.9	1,383.6	2,053.4
Préstamos a Largo Plazo M/E	8,360.7	13,089.8	16,538.2	20,032.1	22,119.4	8,360.7	11,122.9	12,041.7	13,353.2	13,557.9
Acciones y otras participaciones de capital M/Nal	10,899.9	23,422.0	23,026.1	22,729.3	22,926.2	10,899.9	19,902.5	16,765.7	15,151.1	14,052.5
Créditos Comerciales M/E	1,111.7	1,504.4	1,842.9	2,728.5	3,162.1	1,111.7	1,278.3	1,341.9	1,818.8	1,938.2
Total Sector Externo	22,316.8	40,725.8	44,811.5	49,756.0	54,064.1	22,316.8	34,606.1	32,627.9	33,166.7	33,138.2
Sector Financiero (Público y Privado)										
Crédito Bruto con Banco Republica	105.8	128.3	538.8	541.4	397.6	105.8	109.0	392.3	360.9	243.7
Crédito Bruto con Intermediarios Financieros	42,295.0	50,211.0	54,875.9	51,905.5	49,092.7	42,295.0	42,666.0	39,956.0	34,599.6	30,091.0
Inversiones Y Otros	1,244.2	1,990.6	1,708.3	1,602.0	1,657.9	1,244.2	1,691.5	1,243.8	1,067.9	1,016.2
Créditos Comerciales	2,151.1	2,646.9	3,455.9	4,179.8	4,707.8	2,151.1	2,249.1	2,516.3	2,786.2	2,885.6
Bienes Dados En Leasing	3,436.1	2,947.5	2,265.1	1,999.6	1,564.4	3,436.1	2,504.6	1,649.2	1,332.9	958.9
Cartera	35,463.5	42,626.0	47,446.6	44,124.0	41,162.5	35,463.5	36,220.8	34,546.6	29,412.6	25,230.3
Hipotecaria	10,506.7	13,226.1	15,478.9	16,056.6	12,859.6	10,506.7	11,238.7	11,270.4	10,703.1	7,882.2
Comercial	18,130.5	20,833.6	22,529.2	21,120.3	21,567.8	18,130.5	17,703.0	16,403.9	14,078.5	13,219.8
Moneda Nacional	13,609.8	15,336.2	16,766.3	16,941.3	18,113.6	13,609.8	13,031.7	12,207.8	11,292.9	11,102.6
Moneda Extranjera	4,520.7	5,497.4	5,762.9	4,179.0	3,454.2	4,520.7	4,671.4	4,196.1	2,785.7	2,117.2
Consumo	6,826.3	8,566.3	9,438.5	6,947.2	6,735.1	6,826.3	7,279.1	6,872.3	4,630.9	4,128.2
Moneda Nacional	6,656.2	8,338.6	9,258.2	6,852.5	6,667.0	6,656.2	7,085.6	6,741.0	4,567.8	4,086.5
Moneda Extranjera	170.1	227.7	180.4	94.7	68.1	170.1	193.5	131.3	63.1	41.7
Crédito Bruto con Aseguradoras	1,492.2	1,999.6	1,986.7	2,456.6	2,518.9	1,492.2	1,699.2	1,446.6	1,637.5	1,543.9
Crédito Bruto con Pensiones, Cesantías Y Eps	342.5	775.8	903.0	1,882.3	2,434.9	342.5	659.3	657.5	1,254.7	1,492.5
Otros Pasivos con Fondos En Fideicomiso	1,603.4	1,586.2	1,421.7	2,512.5	3,024.2	1,603.4	1,347.9	1,035.1	1,674.8	1,853.7
Pasivos Netos con Otras Ent. Fin. Especiales	120.5	129.6	1,066.8	1,984.6	3,131.3	120.5	110.1	776.8	1,322.9	1,919.3
Total Sector Financiero	45,959.4	54,830.6	60,792.9	61,282.8	60,599.6	45,959.4	46,591.5	44,264.2	40,850.4	37,144.1
Total Pasivos Financieros	72,121.0	100,810.8	112,606.2	118,773.9	122,067.5	72,121.0	85,662.4	81,990.2	79,173.3	74,820.4
Posición de Activos Netos										
Total	-20,031.2	-33,547.4	-34,212.8	-19,625.1	-13,094.4	-20,031.2	-28,506.4	-24,910.9	-13,081.9	-8,026.1
Doméstica	-2,634.3	-2,048.4	-1,672.7	-11,394.9	15,469.3	-2,634.3	-1,740.6	-1,217.9	7,595.7	9,481.8
Activos	47,169.9	58,036.6	66,122.0	80,412.9	83,472.7	47,169.9	49,315.7	48,144.4	53,602.3	51,164.0
Pasivos	49,804.2	60,085.0	67,794.7	69,017.9	68,003.4	49,804.2	51,056.3	49,362.3	46,006.5	41,682.2
Con el exterior	-17,396.8	-31,499.1	-32,540.2	-31,020.1	-28,563.7	-17,396.8	-26,765.8	-23,693.0	-20,677.6	-17,507.9

IPC BASE Dic 1996 = 1

1.0 1.2 1.4 1.5 1.6

1/ Corresponde al balance del sector privado no financiero con base en los Balances Financieros de los Sectores Externo, Público y Financiero.

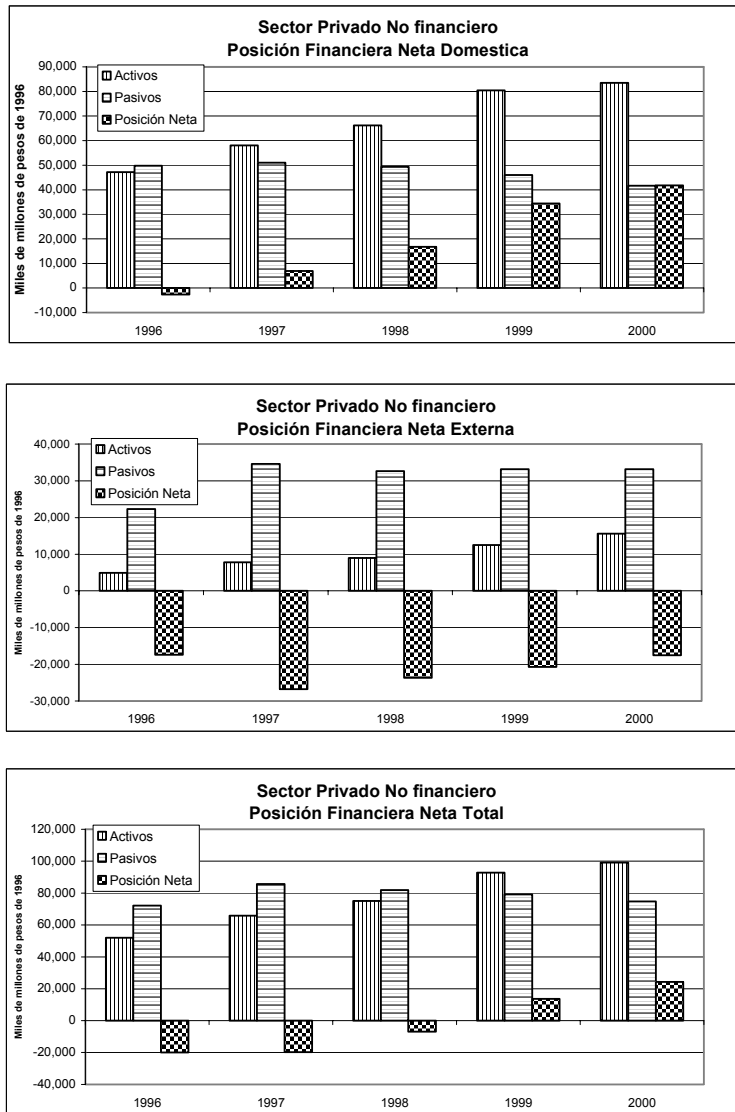
Este balance no incluye: las acciones ni los créditos dentro del mismo sector privado no financiero.

2/ Incluye el rezago presupuestal del GNC y las cuentas por cobrar de una muestra de entidades públicas.

3/ Incluye establecimientos de crédito, Sociedades de servicios financieros, Sociedades de capitalización, Entidades aseguradoras e intermediarios de seguros y reaseguros

Fuente: SGEE- Banco de la República

Gráfico 1



- Los AFD con el sistema financiero también sufrieron una recomposición a favor de los fondos de pensiones y cesantías y en detrimento de los activos financieros incluidos en el agregado M3. Entre los activos financieros del sector privado con menor demanda en este sector, se encuentran los bonos y las cuentas corrientes. Por su parte la demanda de CDTs que aumentó 33.0% en términos reales en 1998, cayó en los dos años siguientes situándose por debajo del nivel de 1997.
- Por el lado de los pasivos se observa una caída de la cartera a partir de 1998. En ese año la cartera comercial cayó en términos reales 7.3%, y 14.2% y 6.1% en los años siguientes. Por su parte la cartera de consumo cayó en términos reales 5.6%, 32.6% y 10.9% respectivamente. Mientras tanto el saldo de la cartera hipotecaria que creció 0.3% en términos reales en 1998, disminuyó en los dos años siguientes en -5.0% y 26.4%⁶.

⁶ Esta caída refleja en parte el efecto de los alivios de cartera de la Ley 546 y el crecimiento de los bienes entregados en dación de pago.

Activos financieros externos netos del SprivNF.

Frente al exterior, el SPrivNF, muestra un aumento sostenido en el volumen de activos financieros netos en el exterior a partir de 1997 (Cuadro 3). Entre 1997 y 2000, los activos financieros en el exterior aumentaron en US\$4.495,7 millones, correspondientes a mayores tenencias de dinero y depósitos monetarios en moneda extranjera, títulos de corto plazo, y acciones y otras participaciones de capital. Por otra parte, en el mismo período los pasivos con el exterior se redujeron en US\$6.911,4 millones. Esta disminución se explica por la caída en el valor de mercado de las acciones en pesos y por la salida de capitales durante los años 1997 y 1998. También se observa una disminución de los préstamos a largo plazo en los dos últimos años.

Cuadro 3
BALANCE FINANCIERO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
CON EL EXTERIOR 1996-2000
Cifras en millones de dólares

	1996	1997	1998	1999	2000
ACTIVOS					
Dinero y Depósitos Monetarios en M/E	1,557.4	2,275.7	2,536.7	2,977.5	3,040.4
Títulos a Corto Plazo M/E	754.0	1,633.3	1,218.2	2,028.0	2,972.6
Préstamos a Corto Plazo M/E	83.6	107.7	157.6	172.3	196.4
Préstamos a Largo Plazo M/E	0.0	1.3	1.3	6.9	6.9
Acciones y otras participaciones de capital M/E	1,085.5	1,440.5	2,517.6	2,703.0	2,989.0
Créditos Comerciales M/E	1,420.0	1,710.0	1,690.1	2,111.4	2,458.9
Total Activos	4,900.5	7,168.5	8,121.4	9,999.0	11,664.2
PASIVOS					
Títulos y Bonos a Largo Plazo M/E	1,130.1	1,241.0	1,242.3	1,169.0	1,146.4
Préstamos a Corto Plazo M/E	806.7	864.2	1,010.7	1,107.8	1,532.3
Préstamos a Largo Plazo M/E	8,327.6	10,169.8	10,945.3	10,690.8	10,117.7
Acciones y otras participaciones de capital M/Nal	10,856.7	18,197.2	15,239.1	12,130.2	10,486.7
Créditos Comerciales M/E	1,107.3	1,168.8	1,219.7	1,456.2	1,446.4
Total Pasivos	22,228.3	31,641.0	29,657.1	26,553.9	24,729.6
ACTIVOS - PASIVOS	-17,327.9	-24,472.5	-21,535.7	-16,554.9	-13,065.4

Fuente: Sector Externo - SGEE-Banco de la República

B. Sector público no financiero -SPbNF

En el balance financiero (Cuadro 4) se observa que durante el período de análisis el sector público mantuvo una posición neta negativa tanto en los activos financieros domésticos como en los activos financieros externos. En efecto, tal como se observa en el gráfico 2, el SpbNF registró un más profundo empeoramiento en su posición financiera neta externa que en su posición doméstica.

Activos financieros domésticos (AFD) netos del SpbNF

La posición de activos financieros domésticos netos, se ha empeorado drásticamente (Cuadro 4 y Gráfico 2), pasando en términos reales de -\$88.1 mm en 1996, a -\$11.360 mm en 2000, destacándose lo siguiente.

- Entre 1997 y 2000 los AFD del sector público tuvieron los siguientes crecimientos reales anuales: 14.3%, -0.1%, -5.3% y -4.4%. Por otra parte, los pasivos financieros domésticos registraron los siguientes crecimientos reales 15.1%, 1.6%, 52.4% y 14.3%. Se concluye que el deterioro en la posición neta de activos financieros domésticos del sector público, obedece tanto al aumento en el endeudamiento doméstico, como a la reducción de activos en el sector financiero y privado.
- Los activos y pasivos financieros del sector público en el sector privado aumentaron, entre 1997 y 2000, en promedio real anual 1.1% y 19.1%. El notable incremento en los pasivos se explica principalmente por el mayor volumen solicitado de créditos comerciales y proveedores y de bonos en manos del sector privado doméstico.

Cuadro 4

Balance Financiero del Sector Público No Financiero 1996-2000 *

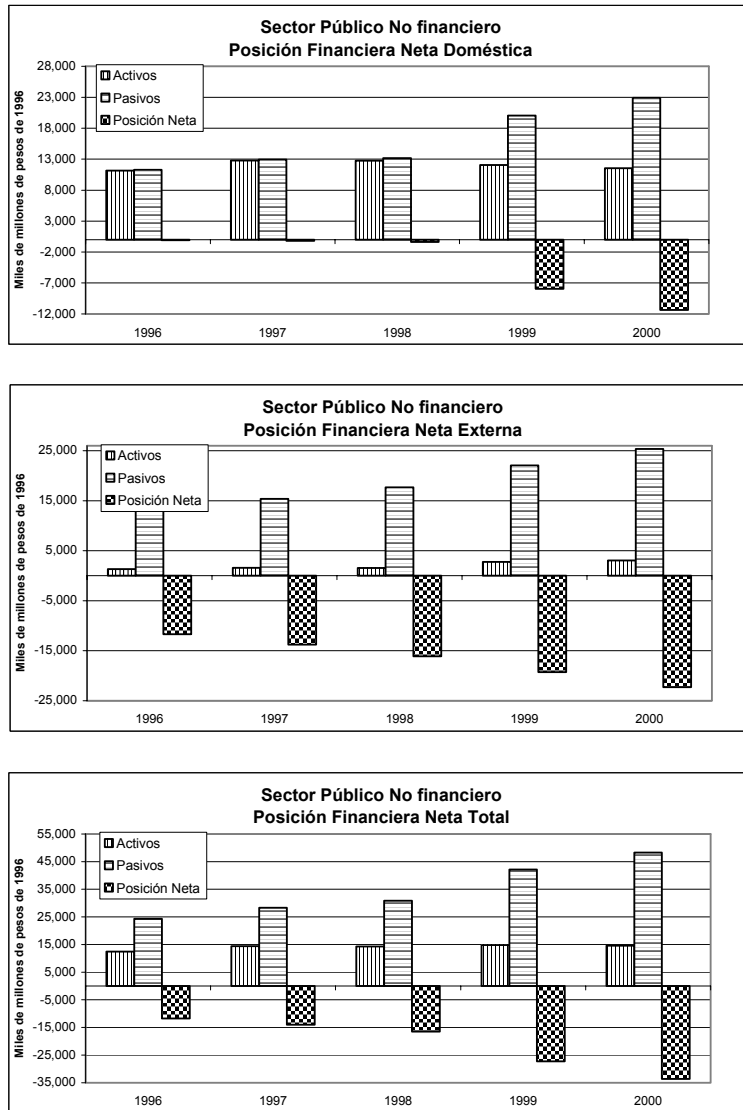
	Miles de millones de pesos					Miles de millones de pesos constantes de 1996				
	1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
A. ACTIVOS	12,495.4	16,915.2	19,642.6	22,282.5	23,834.4	12,495.4	14,373.4	14,302.0	14,853.3	14,609.1
1 Sistema Financiero	7,322.2	9,771.8	10,523.9	10,391.7	11,444.1	7,322.2	8,303.4	7,662.6	6,927.0	7,014.6
Cuentas Corrientes	2,018.7	2,467.4	1,948.1	1,748.8	2,389.0	2,018.7	2,096.6	1,418.4	1,165.7	1,464.3
Cuentas De Ahorro y Repos	1,079.6	1,505.6	1,717.6	1,191.6	2,067.8	1,079.6	1,279.4	1,250.6	794.3	1,267.4
Cóts	1,334.8	2,097.4	1,977.4	1,394.2	1,375.1	1,334.8	1,782.2	1,439.8	929.4	842.9
Títulos	371.0	496.8	502.8	819.8	623.2	371.0	422.1	366.1	546.5	382.0
Cartera	16.7	13.3	9.8	113.9	116.8	16.7	11.3	7.1	75.9	71.6
Acciones	889.8	1,085.0	1,906.1	2,391.1	2,621.7	889.8	922.0	1,387.9	1,593.9	1,607.0
Créditos Comerciales	855.7	995.6	1,450.4	1,448.6	1,559.1	855.7	846.0	1,056.1	965.6	955.7
OTROS (incluye activos en Banco República e INFIS)	755.9	1,110.6	1,011.7	1,283.6	691.4	755.9	943.7	736.7	855.6	423.8
2 Sector Externo	1,328.3	1,889.0	2,116.9	4,155.7	4,966.5	1,328.3	1,605.2	1,541.4	2,770.1	3,056.4
Inversiones	1,245.7	1,729.4	1,928.1	4,063.2	4,955.2	1,245.7	1,469.6	1,403.8	2,708.5	3,037.3
Overnight	29.1	81.3	98.2	27.0	0.4	29.1	69.1	71.5	18.0	0.3
Depósitos	53.5	78.3	90.7	65.5	30.8	53.5	66.5	66.0	43.7	18.9
3 Sector Privado	3,844.9	5,254.4	7,001.7	7,735.1	7,403.8	3,844.9	4,464.9	5,098.1	5,156.1	4,538.1
Créditos Comerciales y proveedores	3,335.2	3,802.9	4,659.9	4,341.2	5,251.3	3,335.2	3,231.5	3,392.9	2,893.8	3,218.7
Acciones	509.7	1,451.5	2,341.8	3,393.9	2,152.5	509.7	1,233.4	1,705.1	2,262.4	1,319.4
B. PASIVOS	24,299.1	33,336.4	42,313.8	63,190.5	78,745.5	24,299.1	28,327.1	30,809.3	42,122.1	48,266.5
1 Sistema Financiero	7,386.3	10,396.6	11,959.5	19,190.2	27,194.3	7,386.3	8,834.3	8,707.9	12,792.0	16,668.5
Cartera	4,287.2	6,184.4	6,896.7	7,434.4	7,262.7	4,287.2	5,255.1	5,021.6	4,955.7	4,451.6
Moneda Nacional	2,515.9	4,148.9	4,849.5	5,071.1	5,259.9	2,515.9	3,525.5	3,531.0	3,380.3	3,224.0
Moneda Extranjera	1,771.3	2,035.5	2,047.3	2,363.3	2,002.8	1,771.3	1,729.7	1,490.6	1,575.4	1,227.6
Cartera Con Infrs	160.6	164.1	219.3	231.2	245.0	160.6	139.5	159.7	154.1	150.2
Bonos y Pagares	2,530.1	3,552.7	4,137.3	9,115.6	15,880.5	2,530.1	3,018.8	3,012.4	6,076.4	9,733.8
Créditos Comerciales	408.4	495.3	706.2	2,408.9	3,806.1	408.4	420.9	514.2	1,605.7	2,332.9
2 Sector Externo	13,043.9	18,094.5	24,243.3	33,118.9	41,363.7	13,043.9	15,375.5	17,651.9	22,076.7	25,353.6
Cartera	9,762.0	11,790.8	14,964.1	19,662.8	22,674.6	9,762.0	10,019.1	10,895.6	13,107.0	13,898.3
Largo Plazo	9,334.8	11,368.0	14,410.1	19,352.2	22,620.0	9,334.8	9,659.8	10,492.2	12,900.0	13,864.7
Corto Plazo	427.2	422.8	553.9	310.6	54.7	427.2	359.3	403.3	207.0	33.5
Bonos	2,718.3	5,574.7	8,210.0	12,330.2	17,508.5	2,718.3	4,737.0	5,977.8	8,219.2	10,731.7
Proveedores	453.1	550.0	706.6	708.4	763.0	453.1	467.4	514.5	472.2	467.7
Leasing	110.4	178.9	362.6	417.5	417.6	110.4	152.0	264.0	278.3	255.9
3 Sector Privado	3,868.8	4,845.4	6,111.0	10,881.4	10,167.5	3,868.8	4,117.3	4,449.5	7,253.4	6,244.4
Bonos	828.6	1,789.4	2,046.1	2,974.3	3,979.2	828.6	1,520.5	1,489.8	1,982.6	2,439.0
Moneda Nacional	651.8	1,640.0	1,813.0	2,856.7	3,847.2	651.8	1,393.6	1,320.1	1,904.2	2,358.1
Moneda Extranjera	176.8	149.3	233.1	117.6	132.0	176.8	126.9	169.7	78.4	80.9
Créditos Comerciales	3,026.2	3,027.5	3,689.0	6,406.5	5,871.8	3,026.2	2,572.6	2,686.0	4,270.5	3,599.1
Acciones	14.1	28.5	376.0	1,500.6	336.5	14.1	24.2	273.7	1,000.3	206.3
Posición de activos netos										
Total	-11,803.7	-16,421.2	-22,671.2	-40,908.0	-54,911.1	-11,803.7	-13,953.7	-16,507.3	-27,268.8	-33,657.3
Doméstica	-88.1	-215.8	-544.9	-11,944.8	-18,533.9	-88.1	-183.4	-396.7	-7,962.3	-11,360.2
Activos	11,167.1	15,026.2	17,525.6	18,126.8	18,847.9	11,167.1	12,768.3	12,760.7	12,083.1	11,552.7
Pasivos	11,255.2	15,242.0	18,070.5	30,071.6	37,381.8	11,255.2	12,951.6	13,157.4	20,045.4	22,912.9
Con el exterior	-11,715.6	-16,205.4	-22,126.4	-28,963.2	-36,377.2	-11,715.6	-13,770.3	-16,110.5	-19,306.5	-22,297.1

* Comprende: Gobierno Nacional Central (GNC), Entidades Descentralizadas Nacionales, Administración Pública Local, Sector de la Seguridad Social y Empresas Públicas No Financieras.

** Para 1998 corresponde al rezago presupuestal del GNC. Para 1999 y 2000 incluye el rezago presupuestal del GNC y las Cuentas por pagar de una muestra de entidades públicas.

Fuente: Sector Público - SGEE- Banco de la República

Gráfico 2



- El sector público registró con el sistema financiero, para el período 1997-2000, tasas de crecimiento reales anuales promedio de -5.4% y 25.3% para activos y pasivos respectivamente. Mientras que la caída en los activos en el sistema financiero obedece a la disminución en CDTs y Cuentas Corrientes; el aumento en los pasivos es el resultado del mayor endeudamiento comercial y la colocación de bonos.

Activos financieros externos (AFE) netos del SpbNF

La posición de activos financieros externos netos cayó de -US\$11.669 millones en 1996 a -US\$ 16.639 millones en 2000 (Cuadro 5). Los activos en el exterior aumentaron de US\$1.323 millones a US\$ 2.281 millones en este período, mientras que los pasivos externos crecieron de US\$ 12.992 millones a US\$ 18.920 millones. El aumento del

endeudamiento externo, se reflejó principalmente en una mayor colocación de bonos en el mercado externo y en la contratación de nuevos créditos de largo plazo.

Cuadro 5
BALANCE FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
CON EL EXTERIOR 1996-2000
 Cifras en millones de dólares

	1996	1997	1998	1999	2000
ACTIVOS					
Inversiones	1,240.8	1,343.6	1,276.0	2,168.5	2,266.6
Overnight	29.0	63.2	65.0	14.4	0.2
Depósitos	53.3	60.8	60.0	35.0	14.1
Total Activos	1,323.1	1,467.6	1,401.0	2,217.8	2,280.9
PASIVOS					
Cartera	9,723.3	9,160.6	9,903.5	10,493.7	10,371.7
Largo Plazo	9,297.8	8,832.1	9,536.9	10,328.0	10,346.7
Corto Plazo	425.5	328.5	366.6	165.8	25.0
Bonos	2,707.6	4,331.1	5,433.5	6,580.4	8,008.6
Proveedores	451.3	427.3	467.6	378.1	349.0
Leasing	110.0	139.0	240.0	222.8	191.0
Total Pasivos	12,992.2	14,058.1	16,044.6	17,675.0	18,920.3
ACTIVOS - PASIVOS	-11,669.1	-12,590.5	-14,643.6	-15,457.2	-16,639.4

Fuente: Sector Público - SGEE-Banco de la República

IV. Estimación del efecto ingreso sobre los balances de los sectores privado y público no financiero.

En esta sección se presenta una estimación del impacto de variaciones en las tasas de interés sobre el flujo de caja de los agentes, a partir de un análisis estático realizado con la información de los balances. Esta estimación considera que la cartera en moneda extranjera no es afectada por variaciones en las tasas de interés domésticas

En lo que respecta al efecto riqueza, cabe anotar, que debido a la carencia de información sobre la estructura de los activos de largo plazo, no es posible cuantificar tal efecto.

Sector privado no financiero – SprivNF

De acuerdo con la naturaleza de los instrumentos financieros del SprivNF, se parte del supuesto que los activos que podrían estar sujetos a un efecto ingreso son los activos con el sector financiero, especialmente los cuasidineros. También podrían estar sujetos a este efecto las participaciones en los fondos comunes ordinarios y otros fondos fiduciarios, en la medida que el portafolio de estos fondos tiene un alto componente de CDTs⁷.

Por otra parte, se supone que en el lado pasivo del balance la cartera con el sistema financiero está pactada a tasas variables y por lo tanto también se vería afectada por

⁷ Se estima que los Fondos Comunes Ordinarios tienen aproximadamente el 90% de su portafolio invertido en certificados de depósito a término CDTs. Para los fondos de fideicomiso de inversión y administración este porcentaje asciende aproximadamente al 80%.

variaciones en las tasas de interés. En el caso de la cartera hipotecaria, para los años 1997 y 1998 se toma el 74% de la variación de las tasas de interés para el cálculo del efecto ingreso. En el año 2000 se excluye la cartera hipotecaria de este cálculo.

Cuadro 6
Simulación de un aumento de 1% en las tasas de interés sobre los
Activos y Pasivos Domésticos del Sector Privado no Financiero susceptibles al Efecto Ingreso

	Saldos en miles de millones de pesos					Ingresos/ Costos en miles de millones de pesos de 1996 1/				
	1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
Activos susceptibles a efecto ingreso										
Cuasidineros	16,829.8	18,325.0	22,051.5	24,651.4	21,147.5	168.3	155.7	160.6	164.3	129.6
Cdtls	9,029.1	8,096.8	12,567.0	13,095.9	10,412.2	90.3	68.8	91.5	87.3	63.8
Ahorro	7,800.7	10,228.2	9,484.4	11,555.5	10,735.2	78.0	86.9	69.1	77.0	65.8
Otros activos en Fondos En Fideicomiso (80% en CDTS)	6,315.6	8,886.0	8,730.4	11,121.7	12,239.2	63.2	75.5	63.6	74.1	75.0
Pasivos susceptibles a efecto ingreso										
Cartera 2/	30,772.8	36,900.9	41,503.4	39,850.4	37,640.3	280.4	284.3	272.9	237.8	151.9
Hipotecaria 3/	10,506.7	13,226.1	15,478.9	16,056.6	12,859.6	77.7	83.2	83.4	79.2	
Comercial en Moneda Nacional	13,609.8	15,336.2	16,766.3	16,941.3	18,113.6	136.1	130.3	122.1	112.9	111.0
Consumo en Moneda Nacional	6,656.2	8,338.6	9,258.2	6,852.5	6,667.0	66.6	70.9	67.4	45.7	40.9
Otros Pasivos con Fondos En Fideicomiso	1,492.2	1,999.6	1,986.7	2,456.6	2,518.9	14.9	17.0	14.5	16.4	15.4
Posición neta de activos										
Cuasidineros - Cartera						Efecto Ingreso				
En miles de millones de pesos	-13,943.0	-18,575.9	-19,451.9	-15,199.0	-16,492.8	-112.1	-128.6	-112.3	-73.5	-22.3
Cuasidineros - Cartera + neto de fideicomisos										
En miles de millones de pesos	-9,119.5	-11,689.6	-12,708.2	-6,534.0	-6,772.5	-63.9	-70.1	-63.2	-15.7	37.3

1/ Corresponde al aumento en el rendimiento (costo) sobre los activos (pasivos) resultante de un aumento de 1% en las tasas de interés

2/ No incluye los créditos comerciales con proveedores, los cuales se pactan bajo condiciones no sujetas a fluctuaciones en las tasas de interés

3/ Para el año 2000, la ley de financiamiento de vivienda 546 de 1999, reglamenta el nuevo esquema de financiamiento basado en UVR, quedando vinculado a la inflación y no a las tasas de interés.

De 1996 a 1999, bajo el sistema UPAC, un aumento del 1% en tasas de interés, se traducía en un aumento de 0.74% sobre las tasas de interés aplicadas a la cartera hipotecaria

En el Cuadro 6, se presentan los resultados de este ejercicio. Se destacan los siguientes aspectos:

- Si se consideran únicamente los cuasidineros y la cartera en moneda nacional con el sistema financiero, el flujo de caja del sector privado no financiero registra egresos netos en todos los años, con el valor más alto, -\$128.6 mm (pesos de 1996), en 1997. En el año 2000, el efecto es mucho menor -\$22.3 mm (pesos de 1996), en gran parte por que no se considera efecto ingreso para la cartera hipotecaria.
- Al incluir los activos financieros netos con los fideicomisos el efecto ingreso tiene un impacto menos negativo sobre el flujo de caja del SprivNF, llegando a registrar ingresos netos de \$37.3 mm (en pesos constantes) en el año 2000.

Sector público no financiero – SprivNF

En este caso se consideran los cuasidineros del sector público y la cartera con el sistema financiero (Cuadro 7). Los resultados indican que mientras los ingresos tendieron a disminuir por debajo de los niveles alcanzados en 1996, los egresos, originados por el mayor endeudamiento en moneda doméstica, fueron cada año más altos. El resultado: flujos reales de caja negativos en todo el período con su mayor valor en 1999, -\$16.6 mm en pesos constantes.

Cuadro 7
Simulación de un aumento de 1% en las tasas de interés sobre los
Activos y Pasivos Domésticos del Sector Público no Financiero susceptibles a Efecto Ingreso

	Saldos en miles de millones de pesos corrientes					Ingresos/ Costos en miles de millones de pesos de 1996 1/				
	1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
Activos susceptibles a efecto ingreso										
Cuentas De Ahorro y Repos	1,079.6	1,505.6	1,717.6	1,191.6	2,067.8	10.8	12.8	12.5	7.9	12.7
Cols	1,334.8	2,097.4	1,977.4	1,394.2	1,375.1	13.3	17.8	14.4	9.3	8.4
Pasivos susceptibles a efecto ingreso										
Cartera en Moneda Nacional 2/	2,515.9	4,148.9	4,849.5	5,071.1	5,259.9	25.2	35.3	35.3	33.8	32.2
Activos - Pasivos										
En miles de millones de pesos	-101.4	-545.9	-1,154.5	-2,485.2	-1,817.0	-1.0	-4.6	-8.4	-16.6	-11.1

1/ Corresponde al aumento en el rendimiento (costo) sobre los activos (pasivos) resultante de un aumento de 1% en las tasas de interés

2/ No incluye los créditos comerciales con proveedores, los cuales se pactan bajo condiciones no sujetas a fluctuaciones en las tasas de interés

V. Estimación del efecto de variaciones en la tasa de cambio sobre los balances de los sectores privado y público no financiero con el sector externo.

En el Cuadro 8 se presenta la estimación del impacto de una variación de 1% en la tasa de cambio sobre los balances de los agentes privados y públicos no financieros con el sector externo. Un efecto de este tipo debe ser considerado como un efecto cuasi-riqueza, ya que esta calculado con base en saldos, recogiendo de esta forma tanto apreciaciones o depreciaciones en tasa de cambio como valorizaciones o desvalorizaciones en los activos involucrados. Se observa que dada la posición neta de activos externos negativa de ambos sectores, el efecto sería un deterioro en su posición financiera neta.

Cuadro 8
Activos y Pasivos Externos del Sector Real ante variaciones en la Tasa de Cambio.

	Sector Privado no Financiero					Sector Público no Financiero				
	1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
	Saldos en millones de dólares					Ingreso/ Costo en miles de millones de pesos constantes de 1996 1/				
Activos										
Dinero y Depósitos Monetarios en M/E	1,557	2,276	2,537	2,977	3,040	15.6	24.9	27.9	37.2	40.7
Títulos a Corto Plazo M/E	754	1,633	1,218	2,028	2,973	7.6	17.9	13.4	25.3	39.8
Préstamos a Corto Plazo M/E	84	108	158	172	196	0.8	1.2	1.7	2.2	2.6
Préstamos a Largo Plazo M/E	0	1	1	7	7	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Acciones y otras participaciones de capital M/E	1,085	1,440	2,518	2,703	2,989	10.9	15.8	27.7	33.7	40.1
Créditos Comerciales M/E	1,420	1,710	1,690	2,111	2,459	14.3	18.7	18.6	26.3	32.9
Total Activos	4,900	7,169	8,121	9,999	11,664	49.2	78.4	89.4	124.8	156.3
Pasivos										
Títulos y Bonos a Largo Plazo M/E	1,130	1,241	1,242	1,169	1,146	11.3	13.6	13.7	14.6	15.4
Préstamos a Corto Plazo M/E	807	864	1,011	1,108	1,532	8.1	9.5	11.1	13.8	20.5
Préstamos a Largo Plazo M/E	8,328	10,170	10,945	10,691	10,118	83.6	111.2	120.4	133.4	135.6
Acciones y otras participaciones de capital M/Nal	10,857	18,197	15,239	12,130	10,487	109.0	199.0	167.7	151.4	140.5
Créditos Comerciales M/E	1,107	1,169	1,220	1,456	1,446	11.1	12.8	13.4	18.2	19.4
Total Pasivos	22,228	31,641	29,657	26,554	24,730	223.2	346.1	326.3	331.4	331.4
Activos - Pasivos externos										
	-17,327.9	-24,472.5	-21,535.7	-16,554.9	-13,065.4	-174.0	-267.7	-236.9	-206.6	-175.1

1/ Corresponde al aumento en el rendimiento (costo) sobre los activos (pasivos) externos resultante de una devaluación adicional de 1% en la tasa de cambio promedio

	Sector Privado no Financiero					Sector Público no Financiero				
	1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
	Saldos en millones de dólares					Ingreso/ Costo en miles de millones de pesos constantes de 1996 1/				
ACTIVOS										
Inversiones	1,241	1,344	1,276	2,168	2,267	12.5	14.7	14.0	27.1	30.4
Overnight	29	63	65	14	0	0.3	0.7	0.7	0.2	0.0
Depósitos	53	61	60	35	14	0.5	0.7	0.7	0.4	0.2
Total Activos	1,323	1,468	1,401	2,218	2,281	13.3	16.1	15.4	27.7	30.6
PASIVOS										
Cartera	9,723	9,161	9,903	10,494	10,372	97.6	100.2	109.0	131.0	139.0
Largo Plazo	9,298	8,832	9,537	10,328	10,347	93.4	96.6	104.9	128.9	138.6
Corto Plazo	426	328	367	166	25	4.3	3.6	4.0	2.1	0.3
Bonos	2,708	4,331	5,434	6,580	8,009	27.2	47.4	59.8	82.1	107.3
Proveedores	451	427	468	378	349	4.5	4.7	5.1	4.7	4.7
Leasing	110	139	240	223	191	1.1	1.5	2.6	2.8	2.6
Total Pasivos	12,992	14,058	16,045	17,675	18,920	130.4	153.8	176.5	220.6	253.5
Activos - Pasivos externos										
	-11,669.1	-12,590.5	-14,643.6	-15,457.2	-16,639.4	-117.2	-137.7	-161.1	-192.9	-223.0

1/ Corresponde al aumento en el rendimiento (costo) sobre los activos (pasivos) externos resultante de una devaluación adicional de 1% en la tasa de cambio promedio

En el caso del sector privado, se aprecia que, en términos reales, este efecto fue mayor en el año 1997 (\$268 mm en pesos constantes) y que en el año 2000 dicho efecto sería menor (\$175 mm) que en los años 1998 y 1999. En lo que respecta al sector público el mayor efecto se sentiría en el año 2000, \$223 mm en pesos constantes de 1996.

VI. Conclusiones

1. La evolución del balance financiero del sector privado no financiero indica una recomposición del portafolio de activos con una mayor preferencia hacia títulos del sector público y activos externos, entre 1996 y 2000. Por otro lado, se observa en este período, un aumento en la posición financiera neta explicada en gran parte por la marcada reducción en el endeudamiento financiero tanto doméstico como externo.
2. En el balance del sector público no financiero se observa un empeoramiento de la posición financiera neta tanto doméstica como externa en el período de análisis. Este comportamiento está asociado con el aumento en el endeudamiento tanto externo como interno.
3. De acuerdo con la composición de los activos y pasivos de los sectores privado y público, se estimó el efecto de un aumento en las tasas de interés sobre el flujo de caja de los agentes en este período. Se encontró que en términos reales el flujo de caja de los agentes disminuye en todos los períodos. En el caso del sector privado la caída más grande se produce a partir de los saldos de 1997, siendo su efecto mucho menor en el balance del año 2000. En el caso del sector público, la mayor reducción en el flujo de caja se presenta con el balance del año 2000.
4. En lo que respecta al efecto sobre la posición financiera de los agentes de variaciones en la tasa de cambio, se observa que en pesos constantes, el impacto sería menor para el sector privado en el año 2000 respecto a los años anteriores. En el caso del sector público su impacto sería mayor en el último año.
5. Cabe anotar, que el ejercicio de tipo estático aquí realizado no tuvo en cuenta la interacción de los movimientos de las tasas de interés, la tasa de cambio y la inflación. Adicionalmente, la interpretación de los resultados debe considerar que en una parte del período de análisis existió un régimen cambiario diferente al actual. De igual forma solamente considera los derechos y obligaciones de carácter financiero intersectoriales, dejando de un lado, su contrapartida real y las transacciones intra-sectoriales.

BIBLIOGRAFIA

Carrasquilla, Alberto (1997) “Monetary policy transmisión: The colombian case”. Banco de la República

Espitia Z. Jorge E, Villamizar Juan C. y Castro R. Cesar (2000) “Mercado de crédito 1990-1999: La factura de cobro del financiamiento”. Contraloría General de la República. Gestión Fiscal. Número 8, agosto de 2000.

González M. José (1997) “The balance sheet transmission channel of monetary policy The cases of Germany and Spain. Banco de España. Servicio de Estudios. Documentos de trabajo No. 9713.

McCallum, Bennett (1999) “Analysis of the monetary transmission mechanism: methodological issues.” Cambridge: National Bureau of Economic Research-NBER Working Paper Series No. 7395.

Mishkin, Frederic (1996) “The channels of monetary transmisión: Lessons for monetary policy” Cambridge: National Bureau of Economic Research-NBER Working Paper Series No. 5464.

Mishkin, Frederic (1997) “The economics of money, banking and financial markets”. Quinta Edición. Addison-Wesley.

Uribe E., Jose Dario (1999) “Sobre el mecanismo de transmisión en la política monetaria en Colombia”. Banco de la República.