

NOTA EDITORIAL

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I. INTRODUCCIÓN

Este Informe que se presenta al Honorable Congreso de la República examina en detalle el desempeño económico reciente y la política macroeconómica ejecutada en lo corrido del año 2001. La inflación anual, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), mostró un descenso gradual en los seis primeros meses del año como resultado de la política monetaria llevada a cabo hasta el momento y de la existencia de capacidad instalada no utilizada en varios sectores de la economía. La cuenta corriente de la balanza de pagos se tornó deficitaria en el primer trimestre de 2001, después de registrar equilibrio en el año 2000 como consecuencia del alto crecimiento de las importaciones, de la caída en los volúmenes exportados de petróleo y de los menores precios internacionales del café. El desempleo continúa siendo el problema más grave de la economía colombiana a pesar de la ligera reducción observada en lo corrido del año. De otra parte, después de la contracción del producto registrada en 1999, la economía se recuperó en el año 2000, y registra tasas moderadas de crecimiento. Durante el primer trimestre de 2001 la actividad económica continuó creciendo, aunque se observa un menor dinamismo asociado, en parte, a factores de oferta, como la huelga en la industria de bebidas, y la reducción de la producción petrolera, y en parte a factores de demanda interna debido a la incertidumbre sobre el futuro de la economía, y a la persistencia

en los niveles altos de desempleo, entre otros factores. La desaceleración de la economía colombiana no es muy diferente a la observada en varios países de América Latina, lo cual sugiere la presencia de choques comunes a las economías de la región, tal como se discute en detalle en el Capítulo III del presente Informe.

En dicho capítulo se comprueba que la similitud en el comportamiento de la economía colombiana con la del conjunto de los países de América Latina se extiende a lo largo de la década de los 90. Los flujos de capitales hacia los países de América Latina son muy importantes en la explicación de lo que podría llamarse el “ciclo económico de América Latina”; su presencia impone restricciones sobre la habilidad de las autoridades nacionales para llevar a cabo políticas anticíclicas, en particular si las economías han presentado desequilibrios serios por períodos prolongados.

El Informe prosigue, como es tradicional, con una descripción detallada de la política macroeconómica, en los campos monetario, cambiario, financiero, y fiscal, en lo corrido de 2001. Como se explicará en ese capítulo, la coherencia de la política macroeconómica ha contribuido a la recuperación económica y a la reducción de la inflación. Las decisiones en materia de política monetaria se han adoptado con el propósito de garantizar el cumplimiento de la meta de inflación y de contribuir con el crecimiento económico. Adicionalmente, se han logrado importantes avances para la disminución del déficit fiscal, lo cual ha elevado la confianza de los inversionistas nacionales e internacionales en la economía colombiana. Los principales indicadores del sistema financiero, a su vez, señalan una importante mejoría en dicho sector.

La quinta parte del Informe presenta las perspectivas macroeconómicas para el año 2001, en lo relacionado con inflación, balanza de pagos, crecimiento económico y déficit fiscal. Como se detalla, la reducción gradual de la inflación sigue respondiendo al manejo prudente de la política monetaria, lo cual reafirma la confianza de la Junta Directiva del Banco de la República en el cumplimiento de la meta del 8% establecida para el presente año. Se espera que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos para el año 2001 sea de 3,0% del PIB como resultado de una caída de las exportaciones de bienes de 6,0% y del incremento de las importaciones de bienes de 12,1%. Por su parte, el débil crecimiento del producto en el primer trimestre del año 2001 condujo a que el gobierno revisara los pronósticos para el año completo. Las nuevas proyecciones arrojan un crecimiento de la economía de 2,4%.

El déficit del sector público consolidado se ubicaría alrededor de 2,8% del PIB al finalizar el año, con un ajuste cercano a 0,6% del PIB respecto al tamaño del déficit observado en el año 2000.

El Informe finaliza con la presentación de las reservas internacionales y la situación financiera del Banco de la República.

II. DESEMPEÑO MACROECONÓMICO RECIENTE

Después de la contracción del producto observada en 1999, la economía se recuperó en el año 2000 y registró un ritmo positivo aunque moderado de crecimiento. Este se redujo desde el cuarto trimestre del año anterior, comportamiento no muy diferente al observado en varios países de América Latina, lo cual sugiere la presencia de choques comunes a las economías de la región. El debilitamiento de la actividad económica en Colombia durante el primer trimestre del año 2001 se asocia, en parte, con una serie de factores de oferta, como la huelga en la industria de bebidas y la reducción de la producción petrolera, consecuencia principalmente de los atentados a la infraestructura del sector, y en parte a factores de demanda interna debido a la incertidumbre sobre el futuro de la economía y a la persistencia de niveles altos de desempleo, entre otros. De otro lado, la inflación anual, medida por el IPC, registró un descenso gradual en el primer semestre del año gracias a la política monetaria llevada a cabo hasta el momento y de la existencia de capacidad instalada no utilizada en varios sectores de la economía. Este resultado es coherente con el logro de la meta del 8% fijada por la Junta Directiva del Banco de la República para 2001. Por último, la cuenta corriente de la balanza de pagos se tornó deficitaria en el primer trimestre de 2001, después de registrar equilibrio en 2000, como consecuencia del alto crecimiento de las importaciones, de la caída en los volúmenes exportados de petróleo y de los menores precios internacionales del café. A continuación, se explica en detalle la evolución de las principales variables macroeconómicas en lo corrido de 2001.

A. Resultados de la inflación y tendencias básicas

1. Consideraciones generales

La inflación anual, de acuerdo con el IPC, en junio fue de 7,9%. Con esta cifra se completaron cuatro meses consecutivos con una inflación

anual al consumidor igual o inferior a la meta del 8% establecida por la Junta Directiva del Banco de la República para 2001.

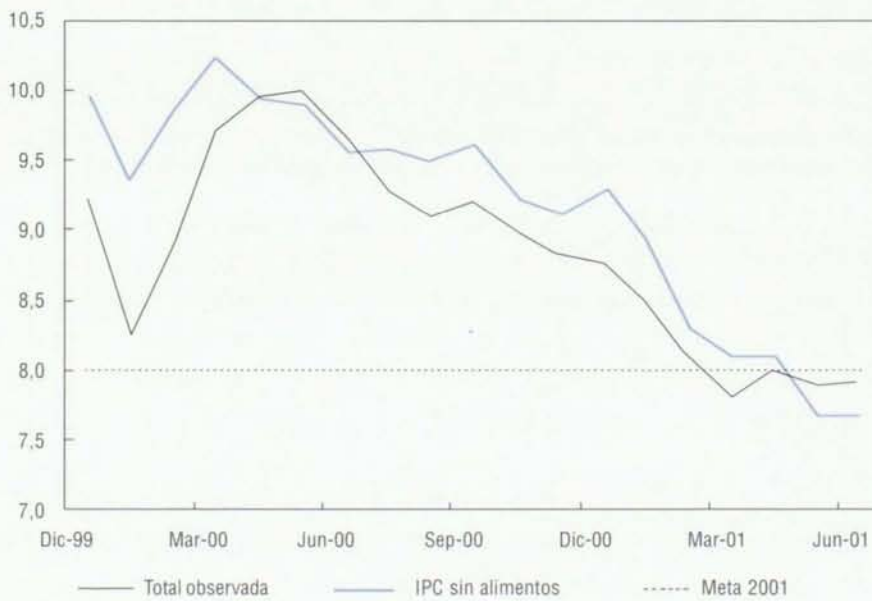
A lo largo del primer semestre de este año la inflación anual mantuvo la tendencia decreciente que se observó en la segunda mitad del año anterior, situándose 1,8 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en igual período de 2000. A diferencia de lo acontecido durante el segundo semestre del año anterior, cuando las menores presiones provenientes de los precios de los alimentos jugaron un papel crucial en la reducción de la inflación anual, en lo corrido de este año la reducción de precios ha recaído en mayor medida, en el buen comportamiento de los referentes a la vivienda, cultura y esparcimiento, transporte y el grupo gastos varios y tan sólo parcialmente en el buen desempeño de los precios de los alimentos.

Al igual de lo ocurrido durante el año pasado, la reducción gradual de la inflación en estos meses, de manera compatible con el cumplimiento de la meta, continúa respondiendo al manejo prudente de la política monetaria, tal como lo sugiere el nivel de la inflación básica. En lo corrido del año, la inflación básica anual, calculada como el promedio de los dos indicadores más confiables obtenidos por el Banco de la República (núcleo e IPC sin alimentos), disminuyó lentamente y en junio fue de 7,9%, el menor registro histórico para estas series. En particular, la inflación básica medida a partir del IPC sin alimentos en junio fue de 7,7% en tanto que aquella medida a partir del núcleo fue de 8,2% (gráficos 1 y 2)¹. Como se ha explicado en informes anteriores, la inflación básica corresponde a aquel componente de la inflación al consumidor que excluye variaciones en precios asociadas a choques de oferta y que, por lo tanto, puede ser atribuido a la postura de la política monetaria.

La baja de la inflación en lo corrido del año ha estado acompañada de reducciones adicionales de las expectativas de inflación de los agentes, como lo demuestran los resultados de las encuestas de expectativas realizadas periódicamente por el Banco de la República. Mientras en la encuesta efectuada en enero la expectativa de inflación de los encuestados para finales de año era de 8,9%, en la realizada en abril fue de 8,5%. La reducción de las expectativas de inflación se presentó a lo largo de todo el año anterior y facilitó el cumplimiento de la meta de infla-

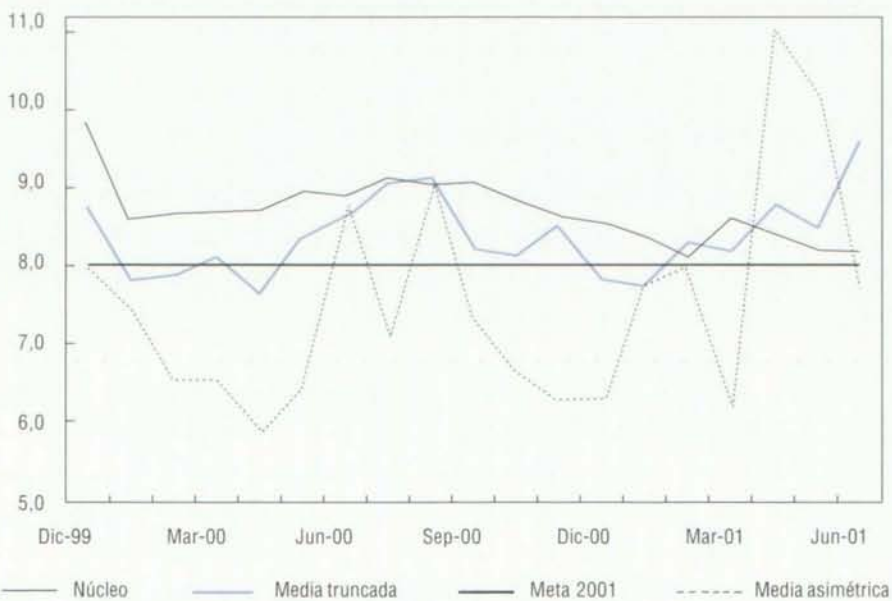
¹ En los últimos meses, los otros dos indicadores usualmente presentados en este informe (la media asimétrica y la media truncada) han venido mostrando una excesiva variabilidad de acuerdo con los requerimientos de un indicador de inflación básica. Por ello, se planea excluirlos a partir del próximo Informe al Congreso.

Gráfico 1
Indicadores de inflación básica - IPC sin alimentos
(Variación % anual)



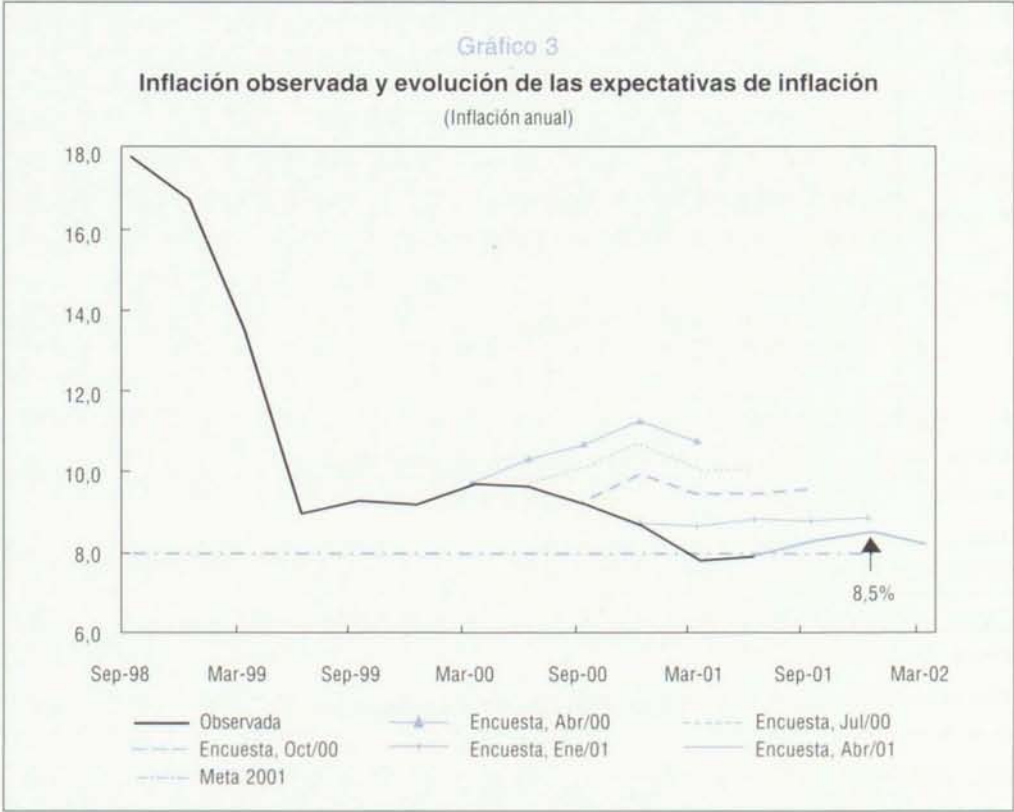
Fuente: DANE y Banco de la República, SGEE.

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica
(Variación % anual)



Fuente: DANE y Banco de la República, SGEE.

ción de ese año (Gráfico 3). Este fenómeno refleja la mayor credibilidad de la política anti-inflacionaria del Banco en la actualidad que, de mantenerse, contribuirá a una reducción significativa del costo de bajar la inflación.



2. Índice de Precios al Consumidor

La trayectoria de la inflación al consumidor en los primeros meses del año en curso estuvo en línea con las predicciones presentadas por el Banco de la República en el pasado Informe al Congreso y en los dos anteriores informes sobre inflación.

En lo corrido del año 2001, los precios de una buena parte de renglones como educación, salud y servicios públicos exhibieron reajustes de alguna magnitud, si se tiene en cuenta la inflación pasada y las expectativas de inflación para este año. Reajustes importantes se observaron también en los precios de los alimentos, especialmente aquellos de origen primario, en respuesta a la reducción estacional de la oferta agropecuaria. La inflación en Colombia tiene un fuerte componente estacional, siendo el primer semestre del año la época en la cual se

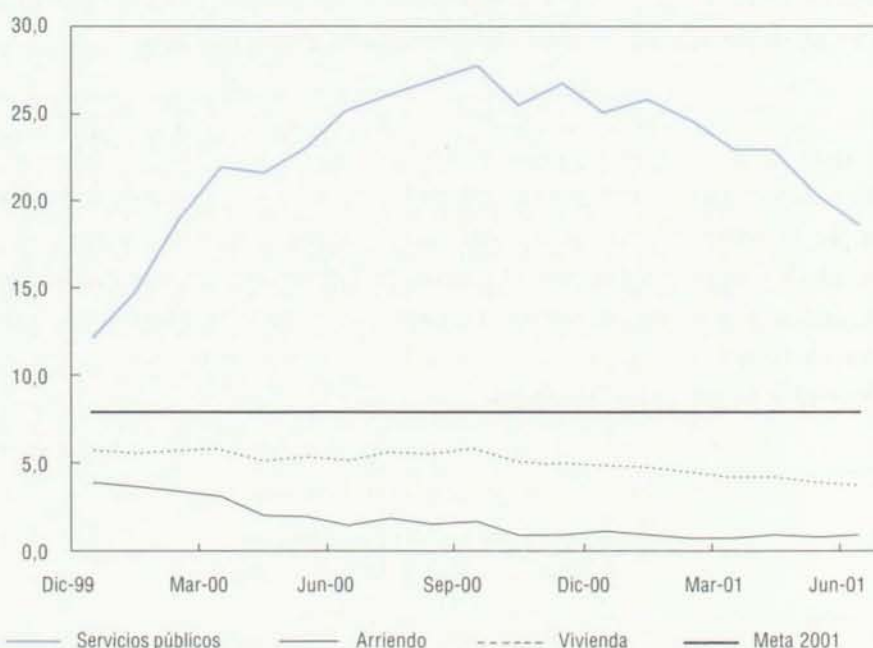
concentran los principales reajustes de precios. Por esta razón, es factible esperar que en los próximos meses los reajustes de precios sean menores y menos frecuentes, y que las variaciones del IPC se moderen de manera significativa. Esta circunstancia permite ser optimista con respecto al desempeño de la inflación en el presente año.

A junio, la inflación en año corrido, medida por el IPC, fue de 6,2% menor que la del mismo período del año pasado (7,0%). Esta menor variación de precios en el año corrido hasta junio hizo posible la disminución de la inflación anual como ya se explicó en un comienzo. Por rubros, el desempeño fue especialmente favorable en los casos de vivienda, cultura y esparcimiento, transporte, y gastos varios, los cuales registraron reajustes en precios menores que los observados en igual período del año anterior (Cuadro 1).

Cuadro 1 Variación del IPC por grandes grupos (Porcentajes)						
	Variación año corrido		Variación año completo			
	A Jun/2000	A Jun/2001	Jun/2000	Dic/2000	Mar/2001	Jun/2001
Total	7,0	6,2	9,7	8,7	7,8	7,9
Alimentos	7,9	9,0	9,9	7,4	7,1	8,5
Vivienda	3,6	2,5	5,2	4,9	4,2	3,8
Vestuario	1,7	1,9	2,8	3,6	3,5	3,7
Salud	7,2	7,5	11,2	10,3	11,1	10,7
Educación	7,9	9,0	9,7	9,4	8,2	10,6
Cultura y esparcimiento	6,0	5,7	3,0	11,7	11,1	11,3
Transporte	10,7	7,5	18,4	16,2	15,2	12,9
Gastos varios	12,4	7,0	17,4	15,2	9,3	9,7
Fuente: DANE.						

Entre enero y junio se destacó el bajo incremento de los precios de la vivienda –entre dos y tres por ciento para las variaciones anuales– debido al casi nulo incremento que registran los arrendamientos. Esta circunstancia compensó ampliamente el importante incremento en los precios de los servicios públicos como consecuencia, entre otras razones, del desmonte de los subsidios al consumo. De todas maneras, el incremento de los precios de los servicios públicos tendió a moderarse en los últimos meses tal como lo confirma la variación anual de precios de este rubro en junio de este año (18,6%), menor que la registrada en diciembre (25,0%) y en junio (25,1%) de 2000 (Gráfico 4).

Gráfico 4
Variación anual del IPC de vivienda
(Porcentajes)



Fuente: DANE.

En materia de transporte (incluyendo comunicaciones), la variación anual de los precios de este rubro superó la inflación total al consumidor, pero en los últimos meses se ha desacelerado. Esto fue posible gracias a los menores incrementos en los precios de servicios de telefonía y de combustibles, en comparación con los registros del año anterior. La moderación en los reajustes de los combustibles durante este año se anticipó en el pasado Informe al Congreso. En junio, los precios de los combustibles se incrementaban a una tasa anual de 16,3%, muy inferior a la de 30,3% de diciembre del año pasado y la de 29,6% de junio de ese mismo año.

En el rubro de "gastos varios", la reducción en el ritmo de reajuste de precios también fue significativa. Mientras en diciembre de 2000, la variación anual de precios para este grupo fue de 15,2%, en junio fue de tan sólo 9,7%. Este buen desempeño es atribuible a los servicios financieros (costos de manejo de tarjetas débito y crédito, entre otros) cuyos precios se reajustaban en junio a una tasa anual de 8,4%, muy por debajo de la observada en diciembre del año anterior (22,2%).

Dentro de los rubros que no tuvieron un desempeño favorable en materia de precios durante los primeros cinco meses de este año, sobresalen los de educación y salud. En el caso de educación se esperaba para este año una variación de precios cercana a la inflación del año pasado y no muy lejana de la meta del 8%. Estas expectativas se debían, entre otras razones, a que las disposiciones existentes en materia de precios de la educación ligaban, de algún modo, los reajustes de cada año a la inflación del año pasado. De igual forma, la debilidad de la demanda interna prevista para este año, y la caída del ingreso disponible de los hogares no hacían previsible incrementos en precios importantes en este sector. Sin embargo, en junio, la inflación anual de educación era de 10,6%, muy por encima de la meta y de la inflación del sector para el año anterior (9,4%) (Cuadro 1). Teniendo en cuenta que en el primer semestre del año se registró una variación acumulada de precios para este sector de 9,0%, y que aún faltan los reajustes de precios del tercer trimestre que coinciden con el inicio del año académico de los colegios de calendario B, la inflación de la educación superará en este año la meta del 8% y, muy seguramente, la variación de precios del año anterior.

En lo que se refiere a la salud, la variación anual de precios de este grupo, que exhibió una tendencia decreciente durante todo el año 2000, volvió a repuntar ligeramente desde finales de ese año (Cuadro 1). Esto se explica, principalmente, por la mayor presión inflacionaria ejercida por los servicios de salud (consultas, servicios de hospitalización, etc.), cuyos reajustes en precios cedieron considerablemente a todo lo largo del año anterior debido a la debilidad de la demanda. El nuevo impulso que parecen haber cobrado estos precios es síntoma de una demanda sectorial más dinámica.

La devaluación, que usualmente tiene una gran incidencia en la inflación del grupo de salud a través del precio de los medicamentos, continúa explicando el alto ritmo al cual se han ajustado los precios de este tipo de bienes en lo corrido del año. Con todo, durante la primera mitad del año no se presentaron presiones inflacionarias adicionales, como lo indica el hecho que la variación anual de precios de los medicamentos en junio (13,7%) fue inferior a la registrada a finales del año pasado. Esto es sorprendente dado el importante ritmo de devaluación observado en los primeros cuatro meses del año y podría eventualmente significar que aún quedan por registrarse incrementos adicionales en los precios de los medicamentos en el curso de los próximos meses.

En materia de precio de los alimentos, la variación anual comenzó a repuntar a partir de abril de este año, después de caer en los 10 meses

anteriores. En el Informe anterior ya se había anticipado alguna aceleración en la inflación anual de este grupo durante el primer semestre, en parte, por el excelente comportamiento de sus precios en el segundo trimestre del año pasado, que resultaba difícil de replicar. A excepción del muy favorable dato de junio (-0,6%), los reajustes observados en los últimos meses son mayores que los inicialmente previstos. En este último mes, la variación anual de los precios de los alimentos fue de 8,5%, lo que implicó el incremento de un punto porcentual con respecto a la variación observada en diciembre.

En el comportamiento de los precios del grupo de alimentos en lo corrido del año se destacan dos aspectos. En primer lugar, durante el primer trimestre del año, como es usual, se registraron importantes incrementos en el precio de la mayoría de productos primarios, en especial de tubérculos, que tienen una gran incidencia en el costo de vida. Estos incrementos, que fueron en el caso de la papa del 63,9% entre diciembre y marzo, empezaron a revertirse gradualmente desde abril. Así, por ejemplo, el precio de la papa se redujo cerca de un 20,0% en los tres últimos meses; al final de junio su variación, año corrido, era de 30,2% y su precio inferior al de igual mes del año anterior (Gráfico 5).



El factor que más influyó en los precios de los alimentos durante los primeros cinco meses del año fue el importante incremento en el precio de la carne de res. En junio, su variación, año corrido, alcanzó un nivel de 22,5%, con su crecimiento concentrado en los tres últimos meses (Gráfico 5). Si bien detrás de este repunte hay factores estacionales y el déficit de lluvia de los primeros meses del año que afectaron la calidad de los pastos y atrasaron el engorde de las reses, también hay factores de más largo plazo relacionados con el ciclo ganadero.

La ganadería colombiana, por su parte, exhibe ciclos de producción de cinco años en promedio, dentro de los cuales se pueden identificar una fase de liquidación y una de retención. La última fase de liquidación, durante la cual el sacrificio de ganado supera al nacimiento de reses, se registró entre 1993 y 1999. Fue una fase particularmente larga para la historia de la serie, debido tal vez a los problemas de orden público en las zonas ganaderas y al estancamiento de la demanda de carne, lo cual frenó la inversión en el sector.

Desde mediados del año anterior se preveía el fin de la fase de sacrificio y el inicio de la retención. Esta parece haber entrado plenamente a comienzos de este año. En la fase de retención los ganaderos intentan restablecer sus inventarios de ganado en pie reduciendo el número de sacrificios frente al de nacimientos. Por lo mismo, la oferta de la carne tiende a disminuir y sus precios a subir, tal como sucedió en los últimos meses. A esta situación se unieron las expectativas de exportación de carne a raíz de la declaratoria de zona libre de aftosa a la región norte del país y de los altos precios que registra este producto en Venezuela, lo cual ha estimulado las exportaciones de ganado en pie desde las zonas fronterizas. Los dos últimos factores podrían estar profundizando los efectos alcistas sobre los precios de la actual fase de retención, por lo que no se descartan incrementos adicionales de los precios de este producto en los meses siguientes.

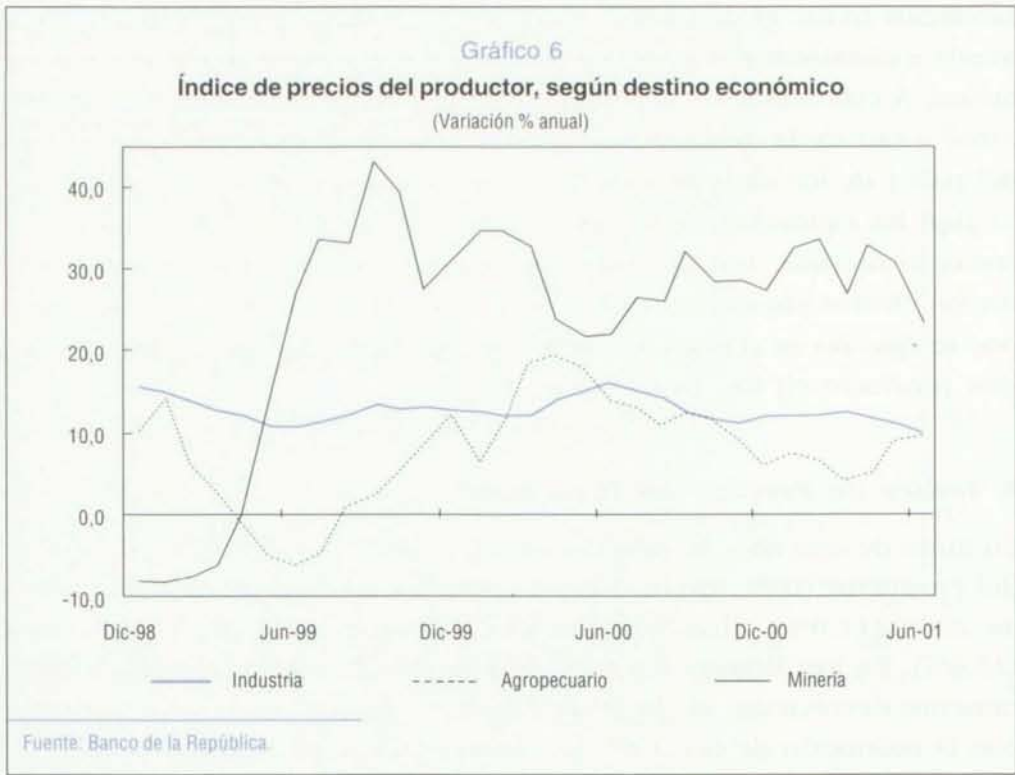
3. Índice de Precios del Productor

En junio de este año, la inflación anual, medida por el Índice de Precios del Productor (IPP), fue de 10,2%, inferior a la observada en diciembre de 2000 (11,0%) y bastante menor que la de junio del año pasado (15,6%). En los últimos seis meses se ha observado una tendencia ligeramente decreciente en la inflación al productor, que cobró impulso con la reducción de cerca de un punto porcentual en junio, debido al

muy buen comportamiento de los precios de los bienes importados, tal como se menciona más adelante.

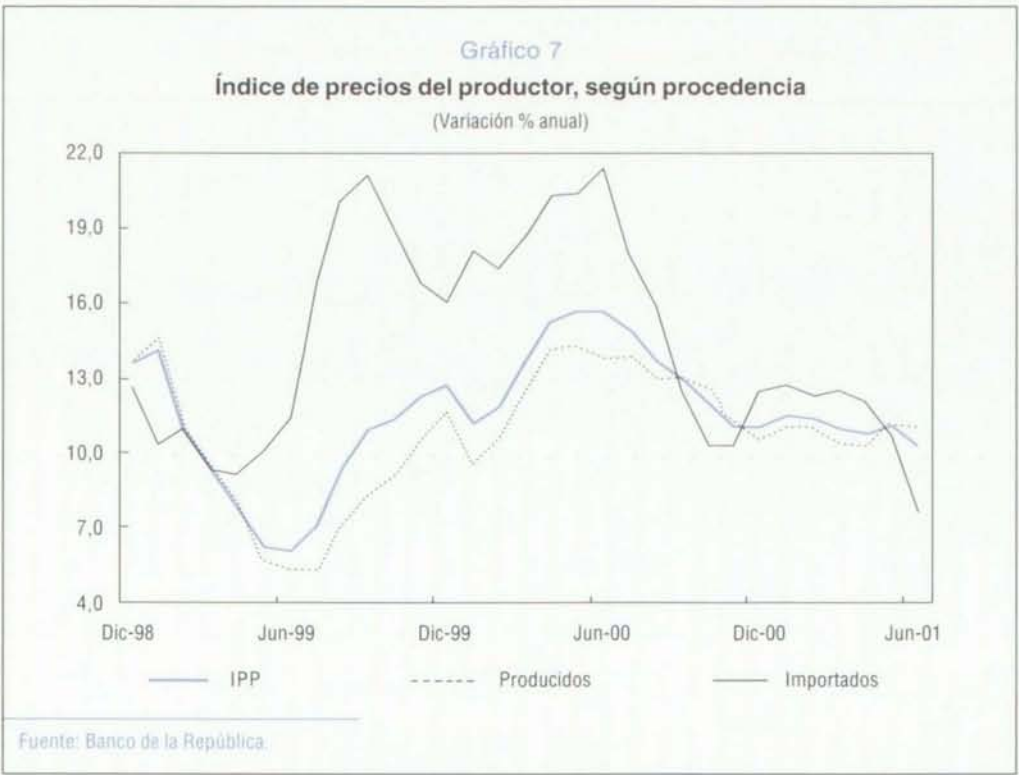
En estos seis meses se han identificado, sin embargo, algunas presiones inflacionarias en los precios al productor de algunos bienes específicos. Al igual que en el IPC, los mayores reajustes en el IPP se han registrado en el ganado vacuno y en la carne de res. Cuando se analiza el IPP según destino económico, se encuentra que el incremento del precio del ganado explica en buena parte la aceleración de la variación anual del precio de los productos agropecuarios desde diciembre. A esto se suma la aceleración en la variación anual de precios registrada por otros productos agrícolas como hortalizas, frutas y café pergamino, lo cual, en su conjunto, explica la mayor variación anual del IPP agropecuario en junio (9,8%) frente a la observada en diciembre de 2000 (6,0%) (Gráfico 6).

Durante el primer semestre del año, los mayores reajustes en precios agropecuarios han sido parcialmente contrarrestados por el buen comportamiento mostrado por el IPP para bienes de origen industrial y minero. En junio, la variación anual de precios industriales fue de 10,0%, menor que la observada en diciembre de 2000 (11,9%) y mucho menor que la de junio de ese año (15,9%) (Gráfico 6). La desaceleración de la

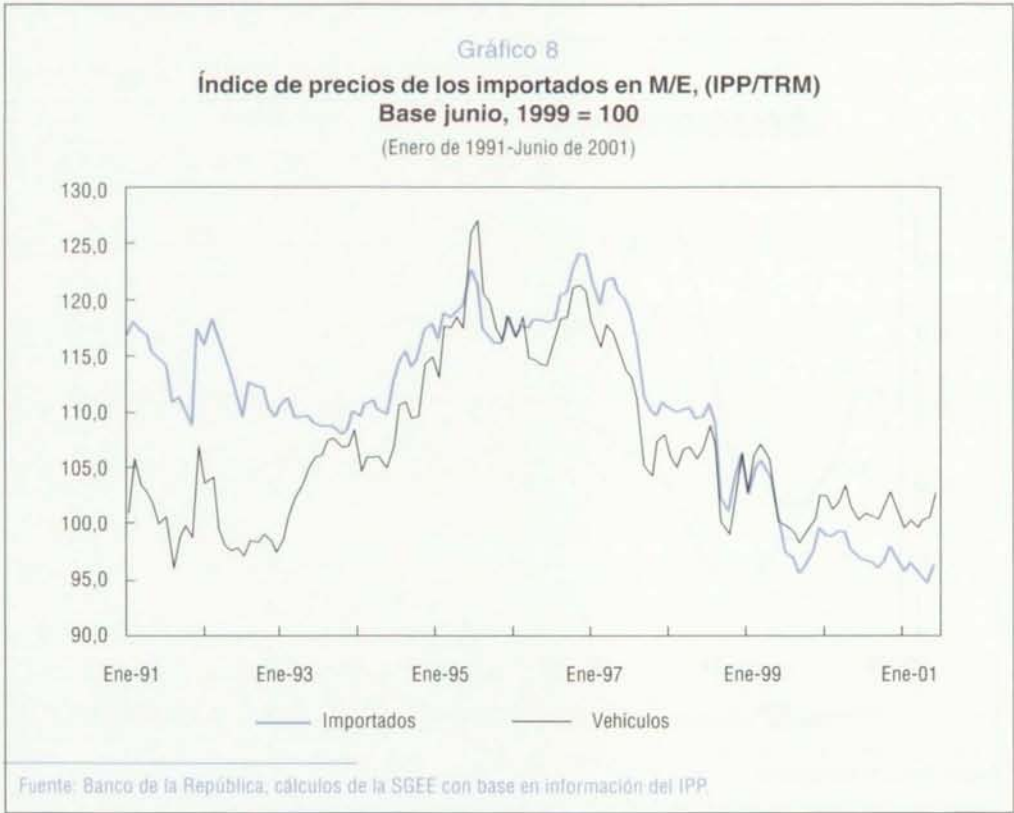


inflación de ese grupo en lo corrido del año ha sido, en buena parte, el resultado de la caída en el precio de la trilla de café, atado al precio internacional del café, y cuya participación dentro de la canasta del IPP es significativa. Esta circunstancia ha compensado el mayor incremento de los precios de algunos otros bienes industriales, como automóviles, frente a lo observado en 2000. Por su parte, la variación anual del IPP de importados se redujo notablemente en junio gracias a la disminución en el precio de algunos combustibles.

Respecto a la evolución de los precios al productor según procedencia, el índice de los bienes producidos y consumidos en el país jalonó la inflación al productor, al pasar de crecer de un ritmo anual de 10,6% en diciembre de 2000 a uno de 11,1% en junio de este año. Esto obedeció al importante reajuste en precios de bienes agropecuarios como el ganado, la carne de res, el café pergamino ya reseñados, y logró compensar la menor inflación de los precios de bienes manufacturados. La mayor variación de los precios del grupo producidos y consumidos no se tradujo en un incremento importante de la inflación al productor en estos primeros seis meses del año, gracias al buen desempeño de los precios de los bienes importados, cuya variación anual pasó de 12,5% en diciembre a 7,6% en junio de 2001 (Gráfico 7).



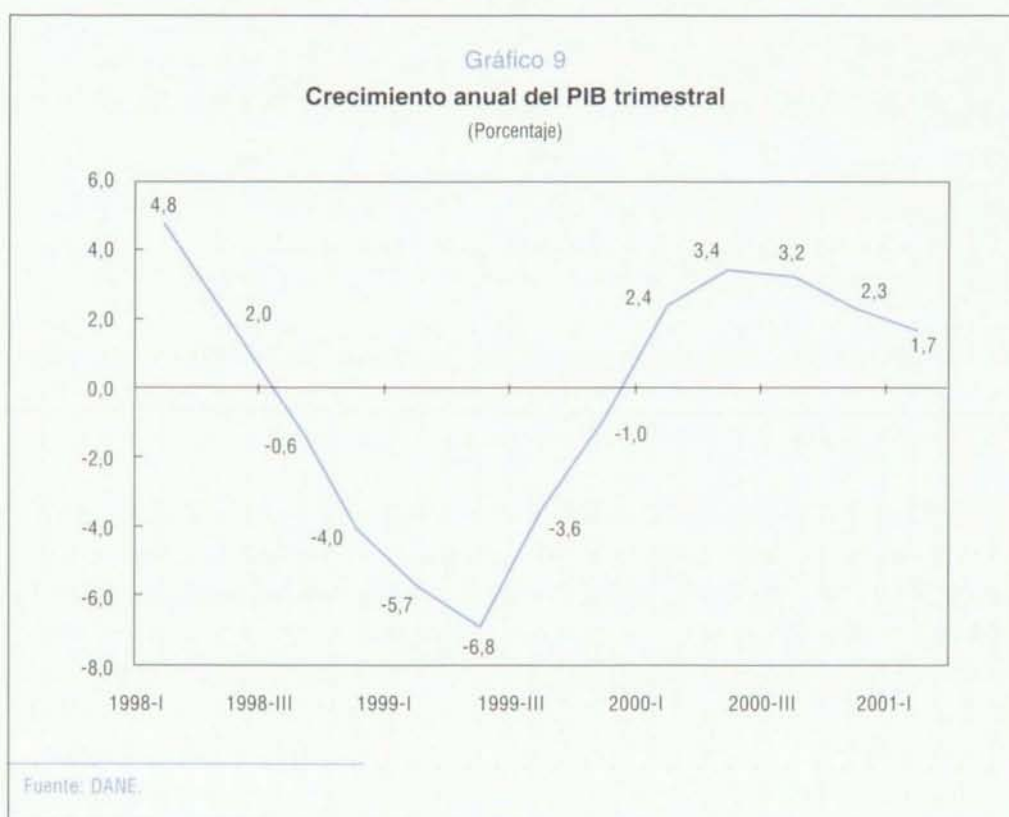
La desaceleración de los precios de los bienes importados parece paradójica a primera vista si se tiene en cuenta la importante devaluación del peso registrada el año pasado y su aceleración a comienzos del presente. Los precios de este grupo de bienes tienden a reflejar, en un alto porcentaje, y en un lapso relativamente corto (dos trimestres), los movimientos del tipo de cambio. En el último año y medio, sin embargo, la transmisión de la devaluación a la inflación de importados y a la inflación total ha sido baja gracias a que los precios en moneda extranjera de la mayoría de bienes importados se han reducido, tal como se observa en el Gráfico 8. Esto como consecuencia de la desaceleración de la demanda mundial, liderada por el menor crecimiento de la economía de los Estados Unidos, y por la devaluación sufrida por el euro, el yen y algunas otras monedas de países desde los que se realizan importaciones como Brasil. En el caso de los automóviles, donde no se ha dado tal reducción, los precios en pesos han tendido a reajustarse más frecuentemente. Adicionalmente, la revaluación que se observó en junio de este año, permitió reducciones adicionales significativas en el ritmo de ajuste de los precios de los importados en pesos, a tal punto que en sólo este último mes la inflación anual del grupo de importados disminuyó en 3,1 puntos porcentuales (Gráfico 7).



B. Actividad económica y empleo

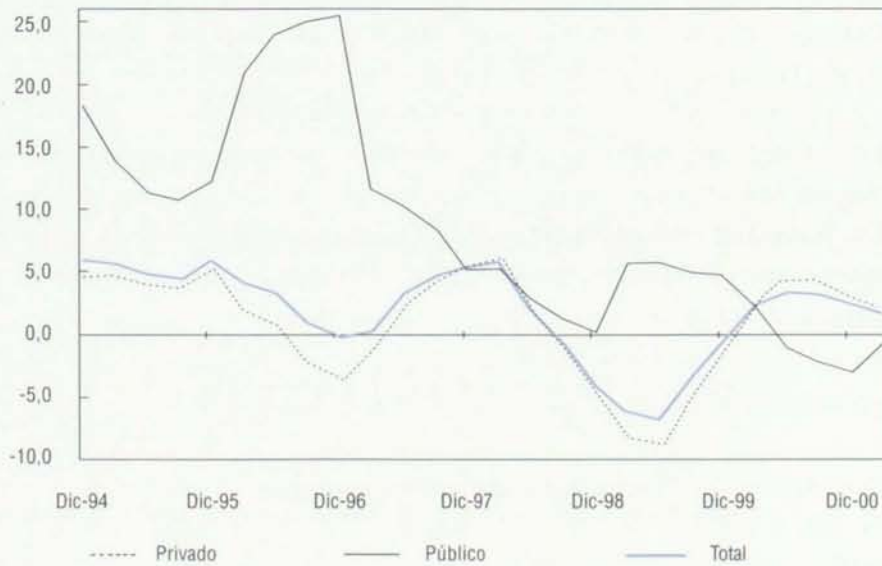
1. Actividad económica

La economía colombiana presentó crecimientos positivos a lo largo del año 2000 después de seis trimestres de caída consecutiva. El crecimiento anual de la economía para cada uno de los trimestres del año anterior fue 2,4%, 3,4%, 3,2% y 2,3%, respectivamente, es decir, un crecimiento para el total del año 2000 de 2,8%, cercano a la meta del gobierno del 3,0%. Según las últimas cifras divulgadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el crecimiento de la actividad económica para el primer trimestre del año 2001, con respecto al de igual trimestre del año anterior, fue 1,67% (Gráfico 9).



El crecimiento de la economía ha seguido muy de cerca el comportamiento de la actividad económica privada, lo cual significa que la recuperación de la economía se ha generado en su totalidad por el mayor dinamismo del sector privado, y no por un mayor gasto público (Gráfico 10). Sin embargo, el sector privado se expandió en el primer trimes-

Gráfico 10
Crecimiento anual del PIB trimestral,
privado, público y total
(Porcentaje)



Fuente: DANE.

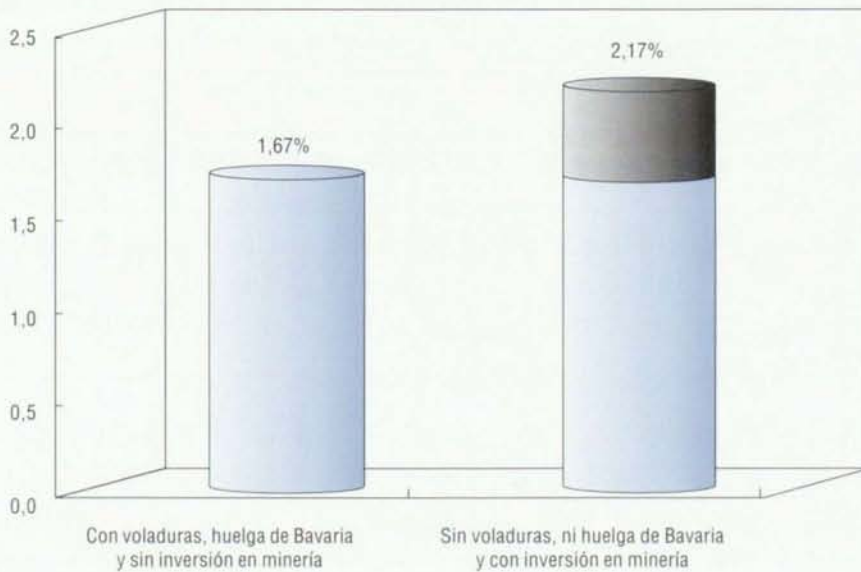
tre de 2001 a un ritmo inferior al que registró en los tres trimestres anteriores. Un más alto crecimiento del sector privado habría llevado a una mayor expansión de la economía en su conjunto.

El menor crecimiento de la actividad productiva privada durante el primer trimestre del año 2001 se debió, en parte, a choques de oferta originados en la huelga de la industria de bebidas, los atentados contra la infraestructura petrolera y la caída de la inversión en la misma. Si estos eventos no hubieran tenido lugar, el Producto Interno Bruto (PIB) total habría crecido cerca de 2,2%, de acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público; el efecto de tales choques se calcula aproximadamente en una pérdida de 0,5 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB (Gráfico 11). Una vez descontados los efectos de los choques de oferta, el crecimiento de la economía en el primer trimestre de 2001 es similar al de igual período del año anterior.

A nivel sectorial (Cuadro 2), el crecimiento de la industria se desaceleró considerablemente en el primer trimestre de 2001 con respecto a 2000. Dentro de los factores que explican este resultado se puede destacar la

Gráfico 11

Crecimiento anual del PIB trimestral con choques de oferta y sin ellos
(Porcentajes)



Fuente: DANE, Cálculos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección General de Política Macroeconómica (DGPM).

Cuadro 2

PIB trimestral, según ramas de actividad económica (1994 = 100)
Crecimiento porcentual anual
(Series desestacionalizadas)

Ramas de actividad económica	2000 (e)					2001(e)
	I	II	III	IV	Total	I
PIB	2,4	3,4	3,2	2,3	2,8	1,7
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,9	7,5	3,5	7,9	5,2	3,4
Explotación de minas y canteras	(0,9)	(7,3)	(7,5)	(5,8)	(5,4)	(4,0)
Electricidad, gas y agua	3,6	1,7	1,0	2,9	2,3	1,8
Industria manufacturera	8,6	11,5	13,0	6,4	9,8	2,2
Construcción	(6,7)	(1,8)	0,3	5,1	(1,0)	(3,4)
Comercio, reparación, restaurante y hoteles	3,9	7,3	6,2	3,0	5,1	3,1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	3,4	4,0	3,9	3,2	3,6	2,6
Establec. Financ., seguros, Inmuebl. y servicio Empr.	(1,3)	(0,0)	1,1	(0,7)	(0,3)	1,0
Servicios sociales, comunales y personales	0,6	(2,1)	(1,1)	(1,6)	(1,0)	(0,4)

(e) Estimado.

Fuente: DANE.

caída anual de 10,8% en la producción de bebidas -explicada por la huelga en este sector-, el crecimiento negativo de 9,9% en la producción de la industria maderera, por problemas de abastecimiento de materias primas, y la contracción de industrias como los derivados del petróleo (-3,2%), los alimentos (-3,0%), la carne y el pescado (-3,0%) y el azúcar (-0,5%).

A pesar del menor dinamismo en la actividad de las anteriores industrias, la industria en su conjunto presentó un crecimiento anual de 2,2% durante el primer trimestre del año, debido principalmente al crecimiento de la producción de equipo de transporte (31,6%), de cuero (28,1%), de tabaco (16,8%), de papel y cartón (13,7%), de maquinaria y equipo (10,2%), y de productos de caucho (8,4%).

El sector agropecuario registró un crecimiento de 3,4% en el primer trimestre del año. Esta cifra es superior a la del mismo período del año anterior, aunque se encuentra por debajo del crecimiento promedio del año 2000 (5,2%). El comportamiento del sector agropecuario, positivo desde el año anterior, se explica principalmente por el crecimiento de la producción agrícola. La producción de café se incrementó en 20,5% en el primer trimestre del año, pese a la crisis generada por la grave reducción en los precios. La producción de otros productos agrícolas creció 3,4% en el mismo período. En cambio, la de animales vivos y productos animales cayó 1,5% después de crecimientos positivos durante el año anterior.

Renglones como el comercio y el transporte, que se encuentran ligados al comportamiento de la oferta comercializable, presentaron durante el primer trimestre del año un crecimiento positivo de 3,1% y 2,6%, respectivamente, inferior al alcanzado durante el año 2000 (5,1% y 3,6%, en su orden).

El buen comportamiento de la construcción de edificaciones, que se incrementó en 9,0% durante el primer trimestre, fue contrarrestado por la disminución en las obras de ingeniería civil (-12,7% crecimiento anual), en especial de aquellas que tienen que ver con la contratación pública y con la infraestructura petrolera. Por esta razón, el sector de la construcción se resintió, cayendo 3,4% en el primer trimestre del año, después de dos trimestres consecutivos de crecimiento positivo.

Los ataques terroristas al oleoducto Caño Limón-Coveñas, que en la práctica impidieron la producción y exportación de 100.000 barriles

diarios de petróleo durante buena parte del trimestre, y la declinación natural de los principales yacimientos petrolíferos del país, llevaron a que el sector de explotación de minas y canteras presentara tasas de crecimiento anuales negativas desde el cuarto trimestre de 1999.

Por el lado de la demanda, durante el primer trimestre del año 2001, la evolución del PIB registra unas tasas de crecimiento del consumo final y de la formación bruta de capital fijo (FBKF) similares a las del año anterior y un crecimiento de las importaciones totales, en términos reales, superior al de las exportaciones (Cuadro 3).

Cuadro 3 PIB trimestral, por componentes del gasto (1994 = 100) Crecimiento porcentual anual (Series desestacionalizadas)						
	2000 (e)					2001 (e)
	I	II	III	IV	Total	I
Consumo final	2,4	2,2	1,1	(0,0)	1,0	1,2
Hogares	2,7	3,9	2,6	1,3	2,6	1,9
No durables	3,7	4,1	2,3	(1,1)	2,2	0,2
Semidurables	4,8	8,2	7,5	8,1	7,2	5,1
Servicios	1,3	1,9	1,9	1,1	1,5	2,2
Durables	11,2	20,1	10,3	11,2	13,0	8,7
Gobierno	1,3	(2,2)	(3,3)	(3,8)	(2,0)	(0,8)
Formación bruta de capital	8,7	20,1	17,0	4,6	15,3	7,2
Formación bruta de capital fijo	(1,2)	4,9	6,7	5,2	3,8	3,8
Maquinaria y equipo	10,7	14,9	19,8	10,7	13,9	15,1
Equipo de transporte	6,8	28,9	(9,9)	(15,7)	1,2	39,1
Edificaciones	(16,1)	(11,5)	10,9	7,2	(3,2)	9,9
Obras civiles	(2,0)	4,3	(4,2)	4,5	0,6	(12,7)
Variación de existencias	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Demanda final interna	3,3	4,6	3,3	0,6	2,9	2,1
Exportaciones totales	3,8	2,9	6,0	7,2	5,3	6,6
Importaciones totales	8,2	9,1	6,5	(0,3)	5,8	9,2
PIB	2,4	3,4	3,2	2,3	2,8	1,7
(e) Estimado.						
n.c. No computable.						
Fuente: DANE.						

El crecimiento del consumo final durante el primer trimestre del año (1,2%) se explica, en gran parte, por un crecimiento de 1,9% en el consumo de los hogares, el cual fue inferior al obtenido en el total del año

2000 (2,6%). Este efecto fue compensado con una menor contracción en el consumo del gobierno (-0,8%) con respecto a lo que se observó en el conjunto del año 2000 (-2,0%).

El rubro de inversión que refleja un menor dinamismo es el correspondiente a obras civiles, que descendió 12,7% durante el primer trimestre del año. Los de inversión en equipo de transporte, maquinaria y equipo y construcción de edificaciones crecieron 39,1%, 15,1% y 9,9%, respectivamente, contrarrestando así el efecto negativo del primero. De esta forma, el crecimiento anual de la formación bruta de capital fijo durante el primer trimestre de 2001 (3,8%) fue similar al obtenido en el total del año 2000.

2. Empleo y salarios

De acuerdo con la última encuesta continua de hogares (ECH) realizada por el DANE, la tasa de desempleo (relación entre el número de desempleados y la población económicamente activa (PEA)) disminuyó entre enero y mayo de 2001 al pasar de 20,5% a 18,1% en las 13 áreas metropolitanas y de 16,4% a 14,3% para el total nacional (Gráfico 12)². Sin embargo, entre abril y mayo la tasa de desempleo en las 13 áreas metropolitanas presentó un leve repunte de 0,3 puntos porcentuales.

Esta caída en la tasa de desempleo se explica principalmente por una disminución de la población económicamente activa, más que por un incremento de la población ocupada. Como se observa en el Gráfico 13, la tasa global de participación (TGP = relación entre la población económicamente activa (PEA) y la población en edad de trabajar) se redujo de 64,8% a 62,8% entre enero y mayo del presente año en las 13 ciudades y de 63,4% a 59,1% en el total nacional³. La tasa de ocupación (TO) se mantuvo cerca al 51,0% en las 13 ciudades y disminuyó de 52,9% a 50,6% entre enero y mayo de 2001 para el total nacional (Gráfico 14). La tasa de desempleo de Bogotá, Medellín, Bucaramanga y Manizales y sus áreas metropolitanas se ubicó por encima del 20,0% en el primer

² Las 13 ciudades y sus áreas metropolitanas, son: Bogotá D. C., Barranquilla, Cali, Medellín, Bucaramanga, Manizales, Pasto, Pereira, Cúcuta, Ibagué, Montería, Cartagena y Villavicencio.

³ En el año 2000, el DANE realizó un proceso de revisión y actualización de la metodología de la encuesta nacional de hogares (ENH), llamada ahora encuesta continua de hogares (ECH), que incorpora los nuevos conceptos para la medición de las variables de ocupados y desocupados, entre otros, y además tiene periodicidad mensual. A partir de enero de 2001 en la ECH los datos de población en edad de trabajar (PET), estimados con base en los resultados del censo de 1993, en lugar de las proyecciones de la población total (PT) como se hacía antes. Por lo anterior, a partir de la misma fecha las cifras no son comparables.

Gráfico 12
Tasa de desempleo
Total nacional y 13 áreas metropolitanas
(Porcentaje)

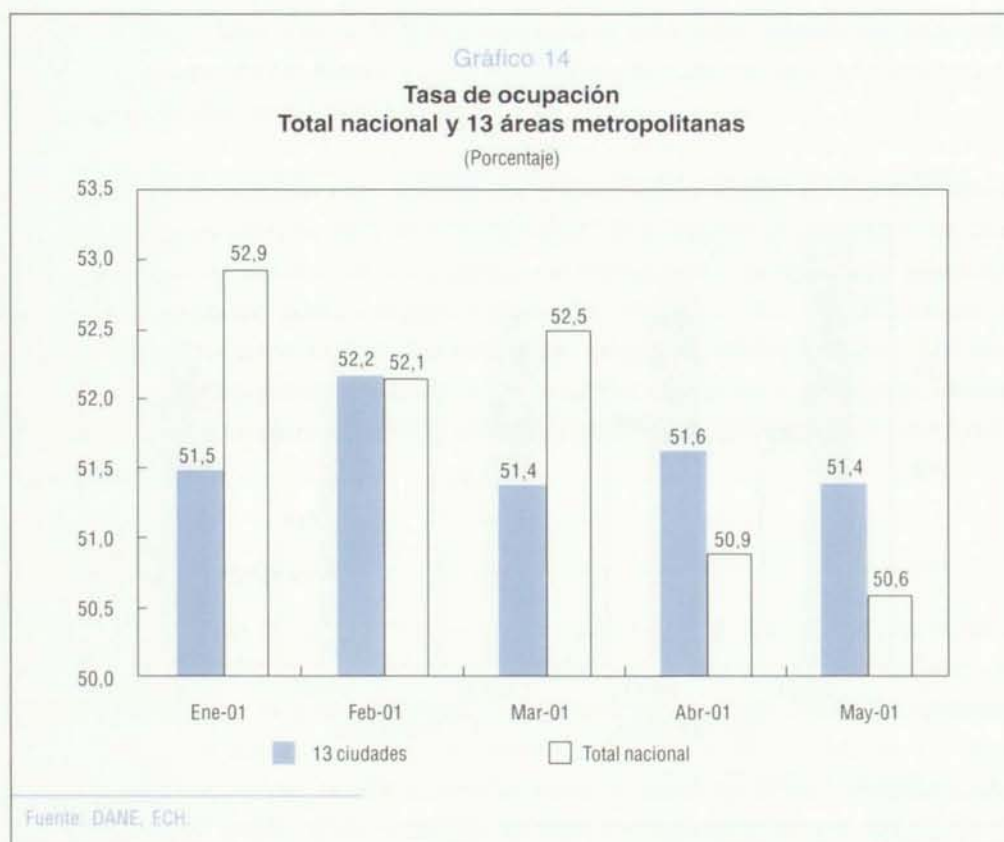


Fuente: DANE, ECH.

Gráfico 13
Tasa global de participación
Total nacional y 13 áreas metropolitanas
(Porcentaje)



Fuente: DANE, ECH.



trimestre del año. Las de Cali, Barranquilla, Pasto y sus áreas fueron inferiores a esta cifra⁴.

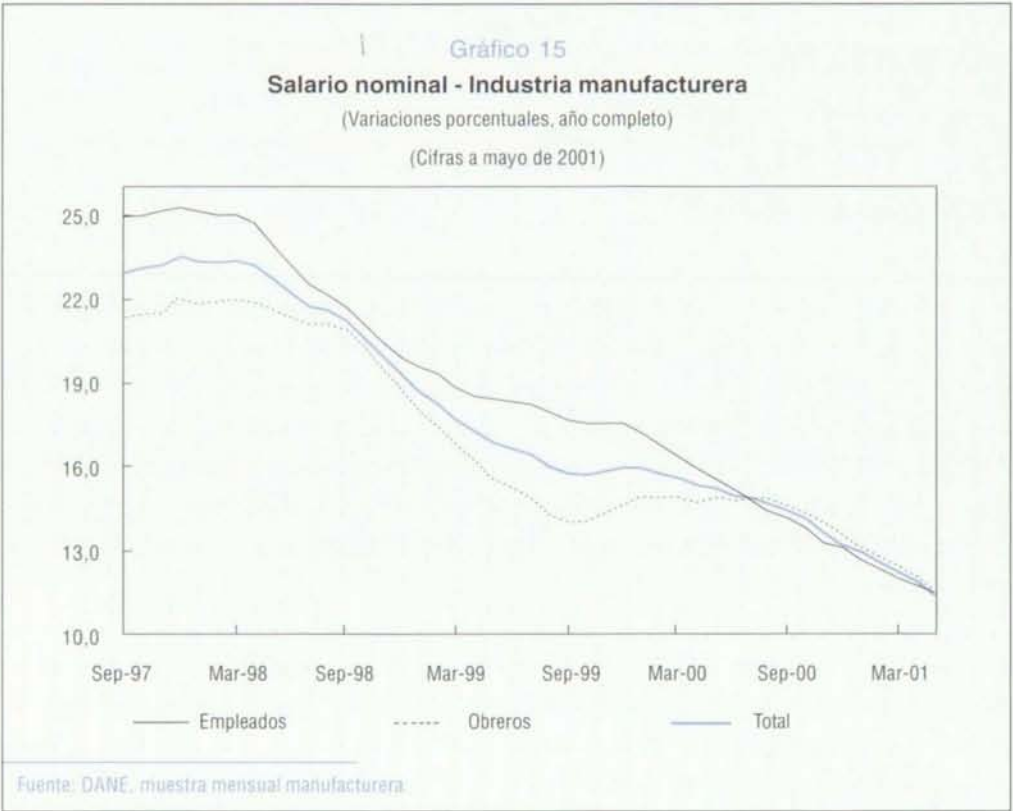
El empleo de la industria, según la muestra mensual manufacturera (MMM) del DANE, se incrementó en 2,2% durante el primer trimestre del año 2001 con respecto al mismo trimestre del año anterior, por un menor deterioro del empleo permanente y el incremento del empleo temporal. De acuerdo con la misma encuesta, la tendencia decreciente de los ajustes salariales en el sector industrial que se venía observando desde ya hace un tiempo se vio interrumpida por el reajuste salarial de diciembre del año pasado, 12,1% para obreros y 14,8% para empleados, que fue alto si se tienen en cuenta la tasa de desempleo de 19,7% y la inflación de 8,7%. Durante el primer trimestre de 2001 los ajustes salariales estuvieron por debajo del promedio de los ajustes del año anterior. Aun así, estos siguen siendo elevados con respecto a la meta de inflación del Banco de la República para el presente año (8%) y a las expectativas de inflación del público, que han girado en torno a dicha

⁴ Cálculos realizados por el Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

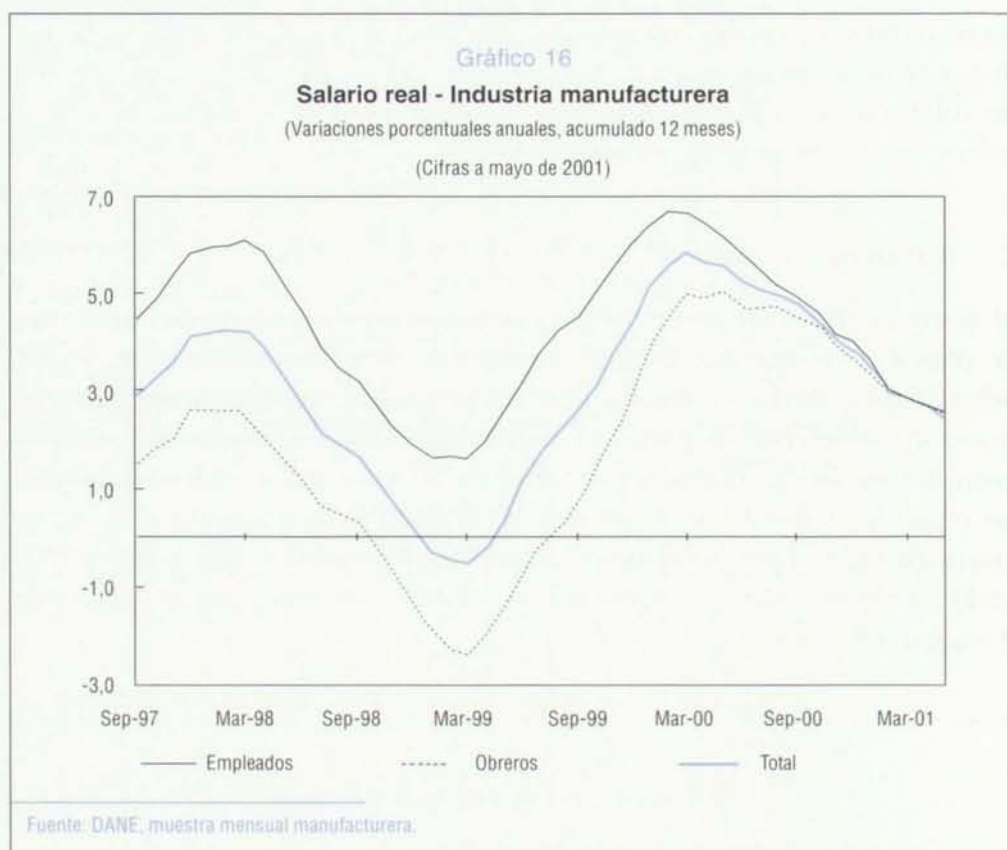
meta (Gráfico 15). Tal incremento del salario nominal, unido a la reducción de la inflación, han llevado a que el salario real se incremente en un 1,4% en el primer trimestre de 2001 para el conjunto de personal ocupado en la industria (Gráfico 16).

C. Balanza de pagos

Al finalizar el primer trimestre de 2001 la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un resultado deficitario de US\$736 millones (m) (3,7% del PIB trimestral), mayor en US\$712 m que el registrado en igual período de 2000. Por su parte, la cuenta de capital y financiera presentó entradas netas de recursos por US\$619 m, más alta en US\$448 m que las registradas en el primer trimestre de 2000. Como resultado de estos movimientos, las reservas internacionales brutas aumentaron en US\$310 m; su saldo se situó en US\$9,285 m al finalizar el trimestre (Cuadro 4)⁵.



⁵ La acumulación de reservas es el resultado de la sumatoria de la cuenta corriente más la cuenta de capital más los errores y omisiones. En el primer trimestre de 2001 estos últimos fueron de US\$428 m.



1. Cuenta corriente

El aumento del déficit en cuenta corriente durante el primer trimestre de 2001 se explica principalmente por la reducción del superávit de la cuenta de bienes, que pasó de un valor de US\$542 m en el primer trimestre de 2000 a uno de US\$33 m entre enero y marzo de 2001. Esta reducción se debe al menor ingreso por exportaciones de petróleo y de café (US\$309 m y US\$47 m, que representan una caída anual en el trimestre de 26,8% y 21,2%, respectivamente) y a mayores egresos por importaciones (US\$362 m, equivalente a un crecimiento anual de 13,4% del trimestre).

El Cuadro 5 resume el comportamiento de las exportaciones por productos durante el primer trimestre de 2001⁶. Como se aprecia, las exportaciones de hidrocarburos sumaron US\$844 m. Lo anterior se explica especialmente por la disminución en el volumen exportado de crudo,

⁶ En el Cuadro 4 el crecimiento de las importaciones difiere de 13,4% mencionado aquí, porque no incluye las operaciones especiales de comercio. Igual sucede con las exportaciones, ya que en el Cuadro de balanza de pagos el rubro de exportaciones de bienes incluye estas operaciones, mientras que el Cuadro 5 no las considera.

Cuadro 4
Balanza de Pagos de Colombia - Trimestral
(Millones de dólares)

	2000					2001	Diferencia
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Total	I Trim. 2001-2000	I Trim.
I. CUENTA CORRIENTE	(24)	(26)	58	33	41	(736)	(712)
Ingresos	4,261	4,319	4,656	4,692	17,929	4,150	(111)
Egresos	4,284	4,345	4,598	4,660	17,888	4,886	601
A. Bienes y servicios no factoriales	265	237	446	320	1,268	(289)	(554)
1. Bienes	542	545	767	689	2,543	33	(509)
Exportaciones	3,238	3,313	3,534	3,534	13,620	3,091	(147)
Importaciones	2,696	2,768	2,768	2,845	11,077	3,058	362
2. Servicios no factoriales	(277)	(308)	(321)	(369)	(1,275)	(322)	(45)
Exportaciones	465	476	519	558	2,018	486	21
Importaciones	742	784	840	927	3,293	807	65
B. Renta de los factores	(605)	(558)	(707)	(609)	(2,479)	(769)	(164)
Ingresos	202	198	210	240	850	205	3
Egresos	807	756	917	849	3,329	973	166
C. Transferencias corrientes	316	295	319	322	1,252	322	5
Ingresos	356	332	393	360	1,441	369	13
Egresos	40	37	74	39	189	47	7
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	171	89	185	682	1,127	619	448
A. Cuenta financiera	171	89	185	682	1,127	619	448
1. Flujos financieros de largo plazo	534	(110)	923	766	2,112	909	375
a. Activos	70	153	6	76	306	25	(45)
i. Inversión directa colombiana en el exterior	70	153	6	76	306	25	(45)
ii. Préstamos 1/	0	0	0	0	0	0	0
iii. Otros activos	0	0	0	0	0	0	0
b. Pasivos	604	43	929	841	2,418	934	330
i. Inversión extranjera directa en Colombia	396	575	853	791	2,615	394	(3)
ii. Préstamos 1/	208	(532)	77	50	(197)	540	332
Sector público	589	(108)	340	369	1,189	552	(37)
Sector privado	(381)	(424)	(263)	(318)	(1,387)	(12)	369
iii. Otros pasivos	0	0	0	0	0	0	0
Sector público	0	0	0	0	0	0	0
Sector privado	0	0	0	0	0	0	0
c. Otros Mov. financieros de largo plazo	0	0	0	0	0	0	0
2. Flujos financieros de corto plazo	(363)	200	(738)	(83)	(985)	(290)	73
a. Activos	(19)	84	686	513	1,263	359	378
i. Inversión de cartera	138	300	336	250	1,025	440	302
Sector público	81	(166)	(6)	191	100	101	20
Sector privado	57	466	343	59	925	339	282
ii. Préstamos 1/	(158)	(217)	349	262	238	(81)	76
Sector público	(71)	44	(32)	(2)	(61)	14	85
Sector privado	(87)	(260)	381	264	299	(95)	(9)
b. Pasivos	(382)	283	(52)	429	278	69	451
i. Inversión de cartera	23	(5)	(6)	5	17	5	(19)
Sector público	0	4	(4)	0	0	0	0
Sector privado	23	(9)	(2)	5	17	5	(19)
ii. Préstamos 1/	(405)	288	(46)	424	261	64	469
Sector público	(419)	67	(130)	9	(473)	(16)	403
Sector privado	13	222	84	415	734	80	67
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0	0	0	0
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	67	39	74	(477)	(298)	428	361
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	214	102	316	238	870	310	96
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	8,257	8,355	8,596	9,006	9,006	9,285	1,028
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	8,255	8,355	8,595	9,004	9,004	9,283	1,028
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	215	102	316	236	869	310	95

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

2/ Según metodología de la Balanza de Pagos.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 5
Exportaciones, según principales productos y sectores económicos (pr)
(Millones de dólares FOB)

	Enero - Marzo		Variación	
	2000	2001	Absoluta	%
Total exportaciones	3,122	2,978	(144)	(4.6)
Exportaciones tradicionales	1,701	1,391	(309)	(18.2)
Café	223	176	(47)	(21.2)
Carbón	239	274	34	14.4
Ferroniquel	66	73	8	11.6
Petróleo y derivados	1,153	844	(309)	(26.8)
Oro	0	0	0	-
Esmeraldas	19	24	5	25.6
Exportaciones no tradicionales	1,422	1,587	166	11.7
Sector agropecuario	310	318	8	2.5
Sector industrial	1,063	1,224	162	15.2
Sector minero	49	46	(4)	(7.2)

(pr) Preliminar.

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

el cual descendió de 398 miles de barriles diarios (MBD) entre enero y marzo de 2000 a 311 MBD en igual período del presente año (lo que equivale a una caída de 21,8%). Igualmente, el precio de exportación del crudo se redujo anualmente en 7,3%, al pasar de US\$28.09 por barril en el primer trimestre de 2000 a US\$26.03 por barril entre enero y marzo de 2001. Por su parte, los ingresos externos de café también disminuyeron en US\$47 m, al pasar de US\$223 m en el período enero-marzo de 2000 a US\$176 m en igual lapso de 2001. Lo anterior como resultado del menor precio internacional, que cayó 37,5% en este período y contrarrestó el aumento de 34,3% en el volumen exportado. Las exportaciones no tradicionales se incrementaron 11,7% entre enero y marzo de 2001 frente a igual período del año anterior. Las de origen industrial fueron las de mayor dinamismo al crecer 15,2% en el mismo período y representar el 41% de las exportaciones totales y el 77% de las no tradicionales, en tanto que las exportaciones del sector minero disminuyeron 7,2%.

Se destaca la reducción de las exportaciones totales hacia los Estados Unidos y Japón, que cayeron 14,2% y 36,5%, respectivamente, en comparación con el mismo período de 2000. Por su parte, sobresale el cre-

cimiento de las exportaciones no tradicionales hacia Venezuela y Ecuador, con incrementos entre enero y marzo de 2001 de 28,3% y 88,3%, respectivamente, en relación con el primer trimestre del año anterior (Cuadro 6).

Cuadro 6
Crecimiento porcentual anual del valor en dólares
de las exportaciones de Colombia
(Enero-Marzo de 2001)

	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	Resto	Total
Totales	(14,2)	27,5	87,6	(36,5)	9,8	6,2	(4,5)	(4,6)
No tradicionales	6,4	28,3	88,3	(8,4)	8,7	24,2	(2,4)	11,7
Sector agropecuario	10,7	15,0	1.379,7	26,3	13,1	(16,5)	(13,3)	2,5
Sector industrial	6,5	29,4	85,5	(15,0)	2,2	24,6	0,2	15,2
Alimentos, bebidas y tabaco	(5,6)	38,6	57,3	(13,9)	(6,0)	67,2	3,4	11,9
Hilados y tejidos	(33,4)	(5,2)	103,1	n.a.	(15,9)	(32,7)	(8,6)	(4,5)
Confecciones	25,0	5,0	286,6	n.a.	(6,4)	39,7	(18,1)	14,5
Productos plásticos y de caucho	(21,9)	22,7	105,0	n.a.	63,8	107,2	(4,0)	13,7
Cuero y sus manufacturas	29,9	26,5	1.038,9	(84,8)	(6,3)	(18,5)	46,9	39,9
Madera y sus manufacturas	(8,9)	83,5	151,6	n.a.	(47,3)	(11,5)	55,2	24,7
Artes gráficas y editorial	78,9	58,6	17,4	10,3	5.543,3	34,3	21,7	36,2
Industria química	(25,5)	38,5	40,4	n.a.	97,2	37,6	1,2	2,9
Minerales no metálicos	(1,5)	61,1	56,6	n.a.	(18,3)	3,3	(3,7)	6,0
Industria metales comunes	4,3	37,3	91,8	1.308,9	135,6	39,4	0,4	18,2
Maquinaria y equipo	407,1	47,9	48,9	(78,0)	(85,7)	44,0	29,5	72,2
Material de transporte	174,1	6,3	1.707,8	n.a.	n.a.	472,4	(75,4)	14,5
Aparatos de óptica, cine y otros	(16,6)	113,0	104,6	(100,0)	67,3	(73,3)	(24,5)	(10,4)
Otras industrias	33,2	123,5	249,3	n.a.	45,1	(17,3)	(14,1)	40,0
Sector minero 1/	(11,5)	0,4	159,5	(93,8)	9,6	(47,2)	25,5	(7,2)

n.a. No aplica.

1/ No incluye esmeraldas.

Fuente: DANE y Banco de la República.

El crecimiento de las importaciones durante el primer trimestre del año se originó en las mayores compras de bienes de capital, cuyo valor en dólares aumentó 21,0%, como resultado del incremento de las importaciones de equipo de transporte y de bienes de capital para la industria. Las importaciones de bienes de consumo aumentaron 17,8%, concentrándose principalmente en bienes de carácter duradero. Las importaciones de bienes intermedios se incrementaron en 7,0%, debido a las mayores compras para la industria y la agricultura, lo que en

parte se compensó con las menores compras de combustibles y lubricantes (Cuadro 7).

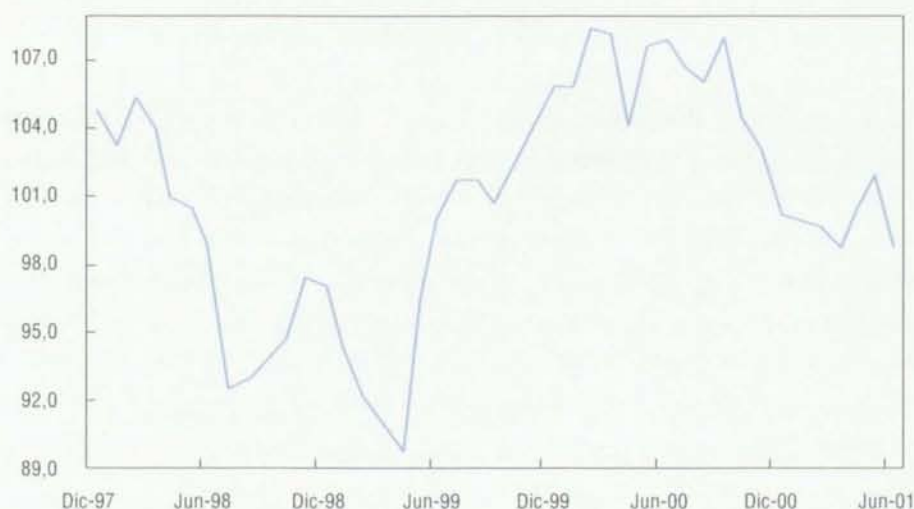
Cuadro 7				
Importaciones, según usos o destino económico (pr)				
(Millones de dólares FOB)				
	Enero - Marzo		Variación	
	2000	2001	Absoluta	%
Importaciones totales	2,616	2,977	361	13.8
Bienes de consumo	451	531	80	17.8
No duradero	315	339	24	7.7
Duradero	136	192	56	41.0
Bienes intermedios	1,250	1,338	88	7.0
Combustibles y lubricantes	78	43	(35)	(44.9)
Para la agricultura	93	117	24	26.1
Para la industria	1,079	1,178	99	9.2
Bienes de capital	916	1,108	193	21.0
Materiales de construcción	40	43	3	7.1
Para la agricultura	5	6	1	30.1
Para la industria	555	637	82	14.8
Equipo de transporte	317	423	106	33.6
(pr) Preliminar.				
Fuente: DANE y DIAN.				

Entre enero y marzo del presente año se presentó, en promedio, una caída en los términos de intercambio de 7,4% anual, en comparación con el mismo período de 2000 (Gráfico 17). Esto obedeció al menor ritmo de crecimiento del IPP de los bienes exportados, como resultado de la caída en los precios de exportación de los productos tradicionales, excepto carbón (Cuadro 8).

La cuenta corriente también está afectada por el rubro “renta de factores”, que incluye pagos netos de intereses de deuda externa y remisión de utilidades y dividendos de la inversión extranjera neta. Este rubro registró un déficit de US\$769 m en el primer trimestre de 2001, mayor en US\$164 m que el observado entre enero y marzo de 2000, como resultado de mayores egresos por giros de utilidades y dividendos al exterior de US\$156 m.

Finalmente, la balanza de servicios no factoriales, que incluye ingresos netos por viajes, transporte y otros servicios (comunicaciones, seguros,

Gráfico 17
Evolución de los términos de intercambio 1/



1/ Medido a través del IPP, así: (IPP exportados / IPP importados) * 100.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 8
Precios de exportación de los productos tradicionales
(Enero-Marzo)

	Precios		Var. %
	2000	2001	
Café (US\$ / libra, <i>Ex-dock</i>)	1.20	0.75	(37.5)
Petróleo (US\$ / barril)	28.09	26.03	(7.3)
Carbón (US\$ / tonelada)	26.00	27.93	7.5
Ferróniquel (US\$ / libra)	1.83	1.34	(26.7)
Oro (US\$ / onza troy)	290.88	263.71	(9.3)
Esmeraldas (US\$ / quilate)	12.51	12.24	(2.1)

Fuente: Banco de la República.

financieros, etc.), registró un déficit de US\$322 m entre enero y marzo de 2001, y las transferencias corrientes presentaron ingresos netos por US\$322 m en igual período.

2. Cuenta de capital

En el primer trimestre del año 2001 la cuenta de capital y financiera presentó ingresos netos de recursos de US\$619 m, superiores en US\$448 m

a los observados en igual período del año anterior. Estos mayores ingresos obedecen fundamentalmente a aumentos de los flujos externos de largo plazo de US\$375 m y a menores salidas de capitales de corto plazo por US\$73 m, en comparación con los del año anterior.

Con respecto a los flujos de largo plazo, la inversión extranjera directa en Colombia (US\$394 m) fue de una magnitud similar a la del año anterior. En relación con los flujos de endeudamiento privados, resalta la reducción en la salida neta de recursos, la cual pasó de US\$381 m en el primer trimestre de 2000 a ser prácticamente nula (sólo US\$12 m) en igual período de 2001. Por su parte, el endeudamiento neto del sector público siguió siendo alto, aunque se redujo en US\$37 m, al pasar de US\$589 m entre enero y marzo de 2000 a US\$552 m en el primer trimestre de 2001.

Las menores salidas de capital de corto plazo se explican fundamentalmente por el comportamiento del sector público. En lo que se refiere al sector privado, los flujos netos fueron más negativos entre enero y marzo de 2001 que en el mismo período del año anterior, debido fundamentalmente a un fuerte incremento de US\$282 m en la inversión de cartera en el exterior en comparación con el año anterior, buena parte de la cual se realizó a través de los fondos privados de pensiones.

Una cifra más reciente sobre endeudamiento externo público y privado se encuentra disponible hasta abril (Cuadro 9)⁷. Como se aprecia, este último ascendió a US\$34,905 m, lo cual representó una aumento de US\$820 m con respecto a marzo pasado, principalmente como resultado del mayor endeudamiento público por US\$714 m.

3. Variación de las reservas internacionales

Como resultado de los movimientos de bienes y servicios y de capital del primer trimestre de 2001, se presentó una acumulación de reservas internacionales brutas de US\$310 m. El saldo de reservas ascendió a US\$9,285 m, equivalente a 9,1 meses de importación de bienes, 5,8 meses de importaciones de bienes y servicios y 1,05 veces el valor de las amortizaciones de deuda pública y privada en un año. Este último indicador ha tomado mayor relevancia para determinar la capacidad de pago de las reservas internacionales, y así limitar la vulnerabilidad de los mercados a los flujos internacionales, para lo cual, de acuerdo con un estu-

⁷ Sin incluir operaciones de arrendamiento financiero ni titularización de Ecopetrol.

Cuadro 9
Saldo de la deuda externa de Colombia 1/
(Millones de dólares)

Año	Mes	Sector privado 2/			Sector público			Saldo
		Corto plazo	Largo plazo	Subtotal	Corto plazo	Largo plazo	Subtotal	total 3/
1999	Oct.	2,315	11,793	14,108	747	17,917	18,665	32,772
	Nov.	2,370	11,670	14,039	785	18,640	19,425	33,464
	Dic.	2,317	11,555	13,872	672	19,081	19,753	33,625
2000 (pr)	Ene.	2,318	11,358	13,676	360	18,980	19,340	33,016
	Feb.	2,380	11,284	13,664	306	19,317	19,624	33,288
	Mar.	2,331	11,216	13,546	254	19,499	19,752	33,299
	Abr.	2,453	11,147	13,599	229	19,272	19,502	33,101
	May.	2,600	11,044	13,645	311	19,288	19,599	33,243
	Jun.	2,552	10,867	13,419	320	19,404	19,725	33,144
	Jul.	2,598	10,770	13,368	248	19,496	19,744	33,113
	Ago.	2,553	10,750	13,303	218	19,617	19,835	33,138
	Sep.	2,636	10,661	13,297	190	19,607	19,797	33,095
	Oct.	2,679	10,504	13,183	186	19,921	20,108	33,291
	Nov.	2,815	10,440	13,256	172	20,081	20,253	33,509
	Dic.	3,051	10,451	13,502	199	20,051	20,250	33,752
2001 (p)	Ene.	3,055	10,404	13,459	203	20,284	20,487	33,946
	Feb.	3,042	10,407	13,449	194	20,403	20,596	34,046
	Mar.	3,095	10,431	13,526	183	20,376	20,559	34,085
	Abr.	3,222	10,410	13,632	147	21,126	21,273	34,905

(p) Provisional.

(pr) Preliminar.

1/ No incluye operaciones de arrendamiento financiero ni las operaciones de titularización realizadas por Ecopetrol.

2/ Las cifras publicadas en este boletín pueden diferir de las reportadas en el boletín trimestral de la deuda externa y en la balanza de pagos, debido a la revisión que realiza el Departamento de Cambios Internacionales (DCIN) a las estadísticas de la deuda externa privada.

3/ Estadísticas calculadas con cierre mensual. No necesariamente coinciden con las presentadas con corte semanal.

Fuente: Banco de la República, SGEE y DCIN.

dio elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), debe ubicarse como mínimo en un valor de uno (1,0)⁸.

III. CICLO ECONÓMICO DE AMÉRICA LATINA Y POLÍTICAS ANTICÍCLICAS

El comportamiento reciente de la economía colombiana muestra similitudes con el desempeño económico de otros países de América Latina,

⁸ Bussier y Mulder (1999). "External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion", *FMI*, julio.

que también han registrado desaceleraciones en los últimos trimestres, y en donde los pronósticos oficiales y privados de crecimiento del producto en 2001 se han revisado hacia abajo. Estas similitudes, sin embargo, no son un fenómeno reciente; se extienden a lo largo de la década de los 90 sugiriendo la presencia de factores comunes en la explicación de la evolución de las economías de la región (Calvo, 2001)⁹. En este capítulo se argumenta cómo los flujos de capitales hacia estos países han sido un elemento muy importante para explicar el patrón de crecimiento de América Latina y cómo sus fluctuaciones contribuyeron a conformar lo que podría llamarse el “ciclo económico de América Latina”. También se argumenta que, sin perjuicio de las ventajas que dichos flujos traen consigo, su presencia impone restricciones a la capacidad de las autoridades nacionales para llevar a cabo políticas anticíclicas. Este fenómeno es pronunciado, si las economías han acumulado desequilibrios por períodos prolongados en el pasado o si presentan debilidades estructurales sustantivas como, por ejemplo, un sistema financiero frágil o inflexibilidad para corregir situaciones de desequilibrio fiscal.

A. Ciclo económico en América Latina durante la década del 90

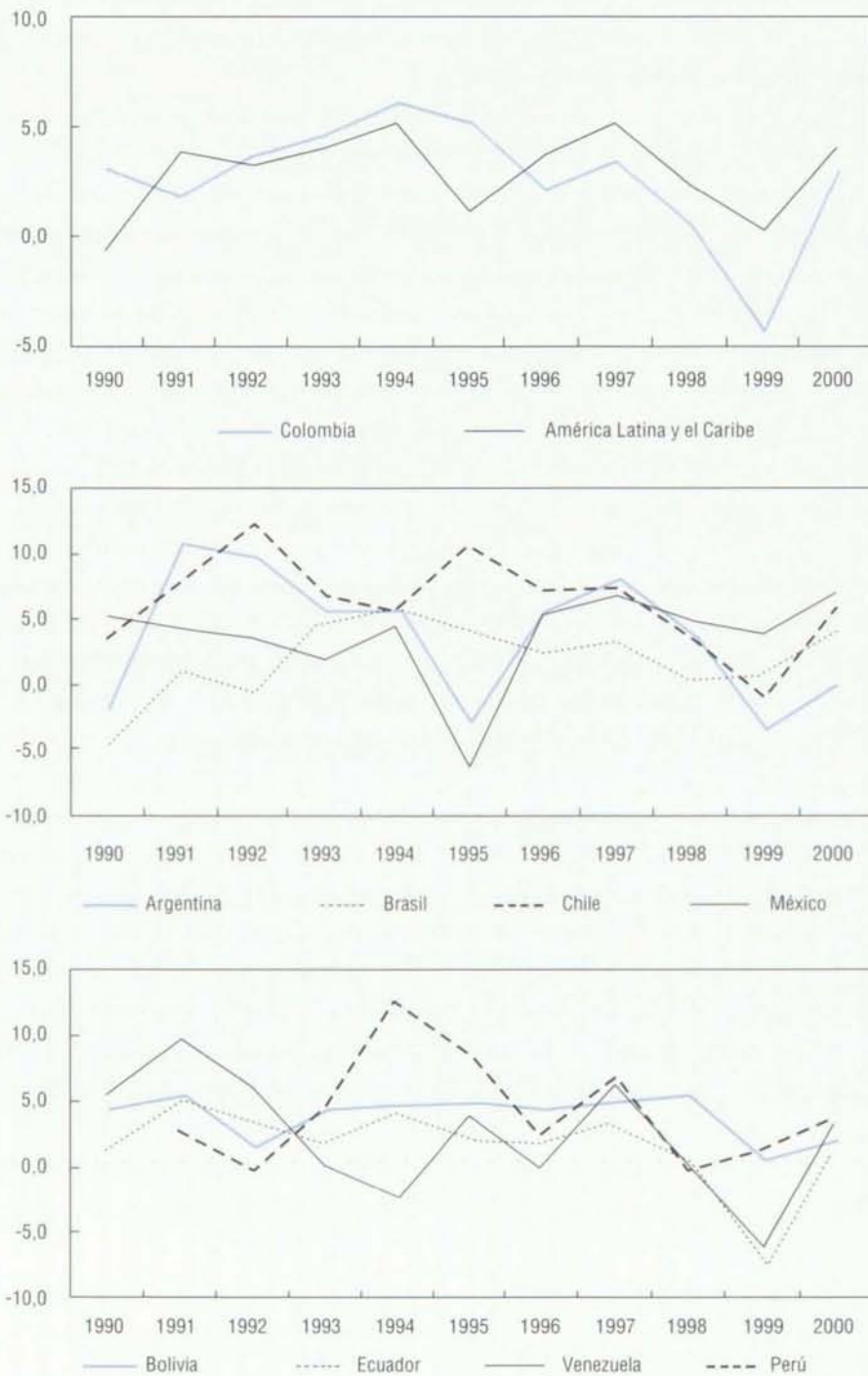
En la década de los 90 los países de América Latina enfrentaron cambios significativos en su estructura económica. Los países llevaron a cabo reformas como la apertura comercial y la liberalización de los mercados financieros y de capital, que contribuyeron a atraer flujos de capital extranjero, a aumentar las exportaciones, a integrar económicamente a la región, y a frenar la inflación¹⁰.

El Gráfico 18 incluye la evolución del crecimiento anual del PIB para una muestra de países latinoamericanos y para el promedio de países de la región durante la década de los años 90. Como se aprecia, el ciclo económico de Colombia fue muy similar al del conjunto de América Latina, aunque las fases de auge y de recesión fueron más fuertes, en particular esta última. Dichos países han compartido simultáneamente las fases de crecimiento, desaceleración, recesión y recuperación que caracterizaron la década. La pregunta pertinente es: ¿por qué países

⁹ Calvo, G. et al. (2001). «Growth and External Financing in Latin America», Mimeo., IDB, Research Department.

¹⁰ Para más detalle, véase, Ocampo J. A. (2001). *Una década de luces y sombras: América Latina y el Caribe en los años noventa*, CEPAL.

Gráfico 18
Crecimiento anual del PIB en América Latina
(Porcentajes)



Fuente: Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2000-CEPAL.

que poseen políticas domésticas diferentes presentan, en general, un comportamiento similar en su ciclo económico? La respuesta parcial es que factores externos, exógenos a esas economías, inciden en su comportamiento. Es decir, las economías latinoamericanas comparten choques externos que impiden que el ciclo económico de cada una de ellas sea ajeno al ciclo promedio de la región¹¹.

En los años 80 el flujo de capital extranjero hacia América Latina fue escaso como consecuencia de la crisis de la deuda externa que tuvo lugar a comienzos de la llamada década perdida. Sin embargo, a principios de los años 90 los capitales extranjeros comenzaron a retornar a la región. Esta vez, la magnitud de los capitales respecto al tamaño de la economía fue significativa¹². Por ejemplo, entre 1991 y 1994, los flujos de capital neto hacia América Latina representaron, en promedio, cerca de 6,0% del PIB, cuando en la década del 70 estos fueron de aproximadamente 3,75% del PIB y en los años 80 representaron menos de 1,0% del PIB¹³.

La nueva afluencia de capitales se debió, en parte, a desarrollos en los mercados financieros, a las expectativas positivas de los inversionistas internacionales sobre las economías emergentes y al comportamiento de la tasa de interés mundial. Es decir, una parte importante de los determinantes de la entrada de flujos de capital dependió de factores completamente exógenos a las economías latinoamericanas.

En el Gráfico 19 se comprueba la estrecha relación que existe entre la magnitud de los flujos netos de capital y el crecimiento de los países de América Latina. Como se aprecia, durante la década de los 90 la mayoría de los países latinoamericanos presentó una relación positiva, con coeficientes de correlación significativos, entre el PIB y los capitales externos. Fue así como la entrada de capital contribuyó al crecimiento de la región durante la primera mitad de la década. En efecto, el crecimiento promedio de la región entre 1991 y 1994 fue cercano al 4,0% (Gráfico 18).

Una significativa entrada de capital permite a los países financiar grandes déficit en cuenta corriente sin hacer uso de las reservas internacio-

¹¹ Véase Calvo, G. et al. (2001). *Op. Cit.*

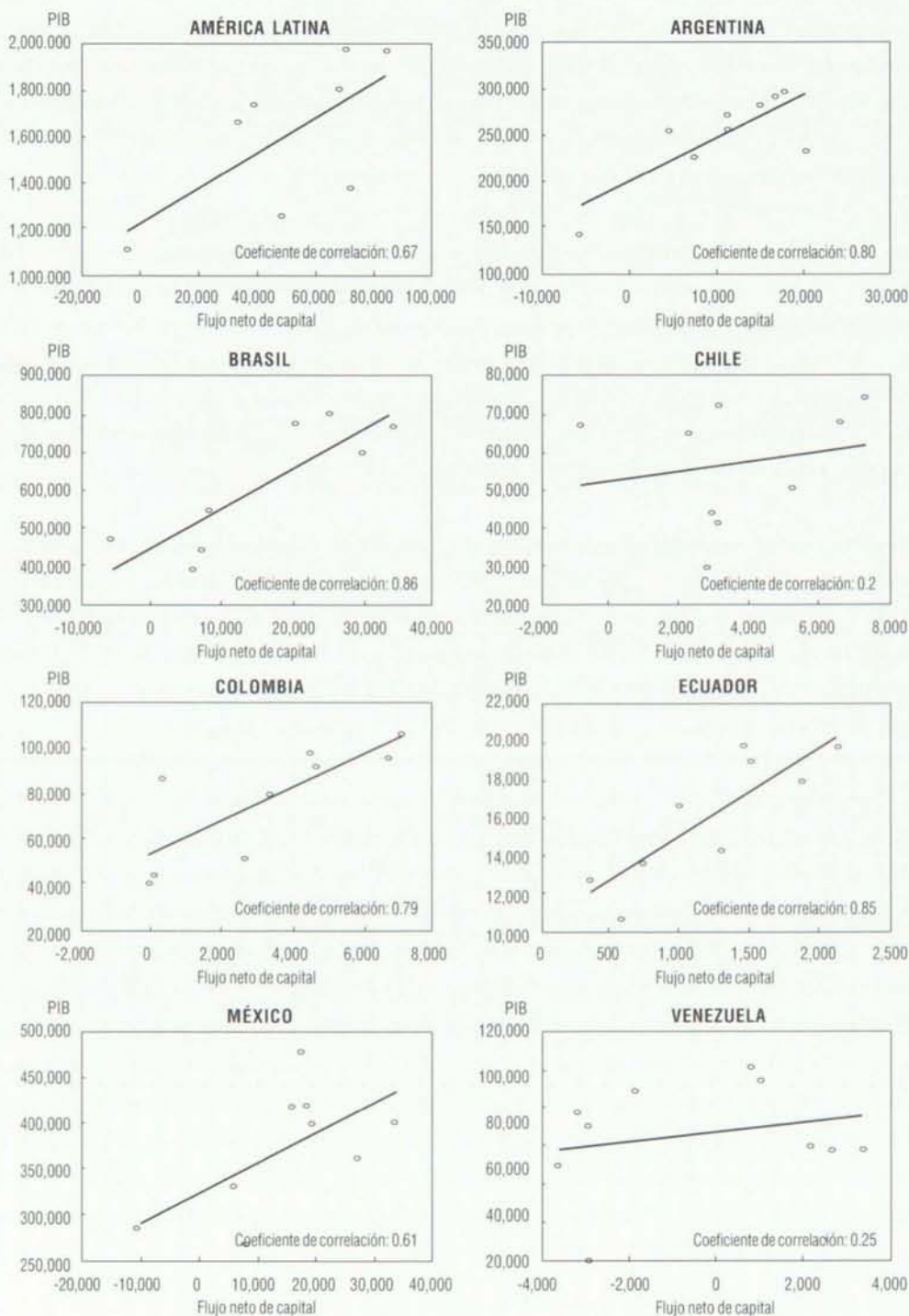
¹² Véase, Agosin M. y French-Davis R. (1996). «Managing Capital Inflows in Latin America», en *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, editado por M. ul Haq, I. Kaul e I. Grunberg, Oxford.

¹³ Véase, Gavin M., Hausmann R., y Leiderman L. (1996). "The macroeconomics of Capital Flows to Latin America", en *Volatile Capital Flows: Taming their Impact on Latin America*, editado por Hausmann, R. y Rojas-Suárez, L., BID.

Gráfico 10

Relación entre flujos netos de capital y el PIB en América Latina (1990-1999)

(Millones de dólares)



Fuente: Cálculos del Banco de la República.

nales. De esta forma, las economías pueden invertir cuantías de recursos superiores a su ahorro nacional. Por lo tanto, el ingreso neto de capitales está relacionado con altos déficit en cuenta corriente, grandes inversiones y bajos niveles de ahorro. El Gráfico 20 muestra que en las economías latinoamericanas se generaron grandes déficit en cuenta corriente durante 1993-1994, alrededor de 3,0% del PIB en promedio, que fueron financiados en gran parte por recursos externos. Estos mayores déficit estuvieron en general acompañados de una apreciación de los tipos de cambio reales en la mayoría de países.

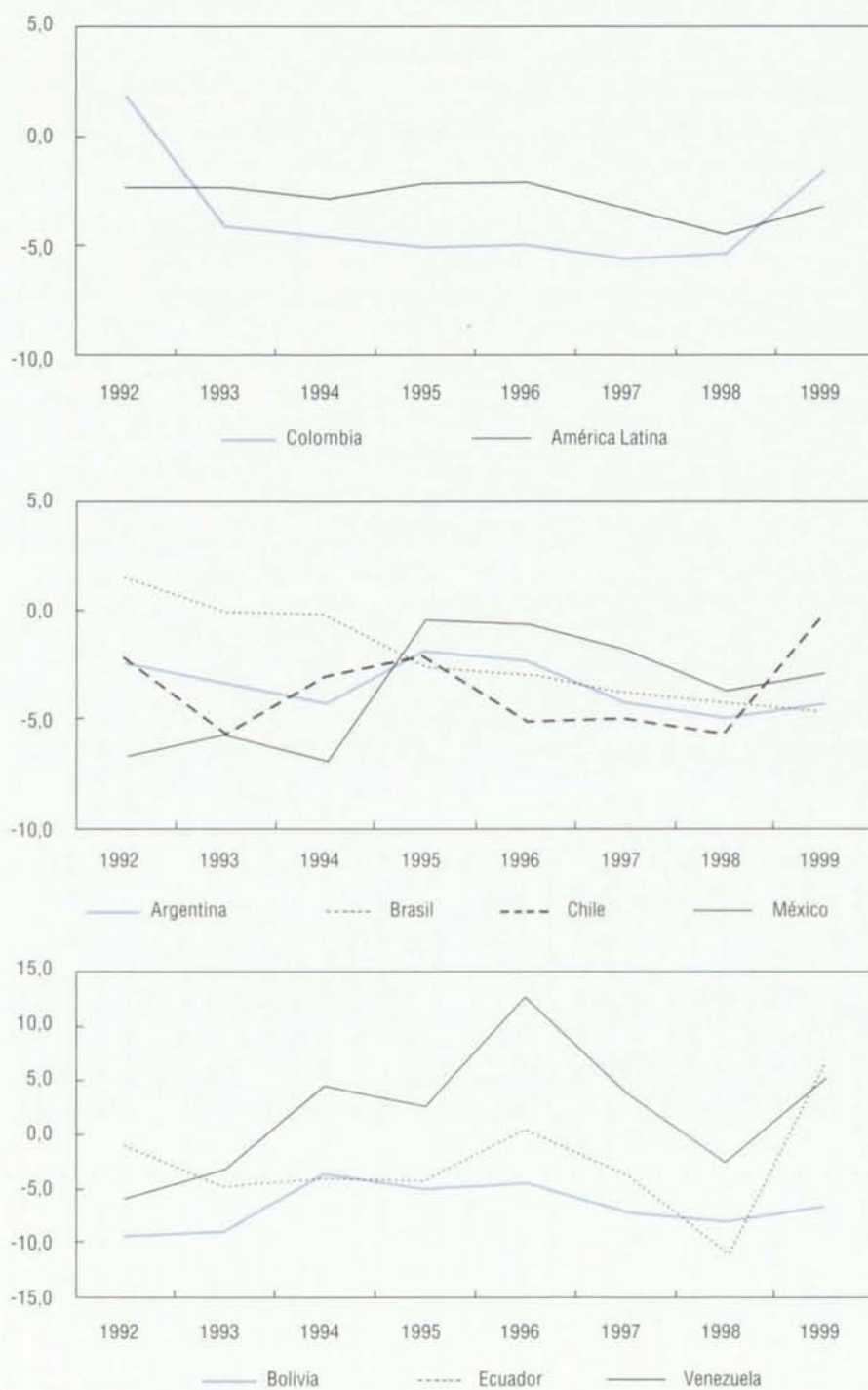
Las entradas de capital afectan las economías a través de la reducción de las tasas de interés domésticas y del incremento de los precios de los activos (Cuadro 10) y elevan las deudas de los sectores privado y público. Este último factor dio lugar a la fragilidad del sistema financiero que se hizo evidente antes de la reversión de estos flujos a la región. En tales condiciones las entradas de capital hacen la economía más vulnerable a reducciones en los flujos de capital.

En la medida en que las entradas de capital no fueron dirigidas a inversión sino a consumo, los déficit fiscales se incrementaron considerablemente (Gráfico 21). Además, unos fundamentos macroeconómicos débiles, grandes déficit en cuenta corriente y debilidad del ahorro interno, hicieron a los países de América Latina aún más vulnerables ante la interrupción inesperada de los flujos de capital extranjero.

De hecho, esto fue lo que ocurrió a finales de los años 90. Mientras las crisis de México (1994) y de Asia (1997) tuvieron un efecto principalmente local y alguna repercusión mundial, la de Rusia tuvo un enorme impacto global, causando una fuerte salida de capitales en América Latina. La crisis "Tequila", que empezó en México, afectó de forma importante a Argentina, pero no al resto del mundo¹⁴. De forma similar, la crisis de Asia, que empezó en Tailandia y que se extendió sobre toda Asia, no tuvo mayores consecuencias sobre los flujos de capital hacia América Latina, aunque sí presentó efectos negativos en términos de intercambio (Cuadro 11). Sin embargo, sorprendentemente, la crisis de Rusia tuvo consecuencias más serias sobre los flujos de capital hacia los países emergentes, como resultado del comportamiento de los inversionistas extranjeros y las fallas del mercado internacional de capital.

¹⁴ De acuerdo con Calvo y Reinhart (1996), Colombia fue uno de los países de América Latina que relativamente no se vio afectado por la crisis de México.

Gráfico 20
Balance en cuenta corriente en América Latina
(Porcentaje del PIB)

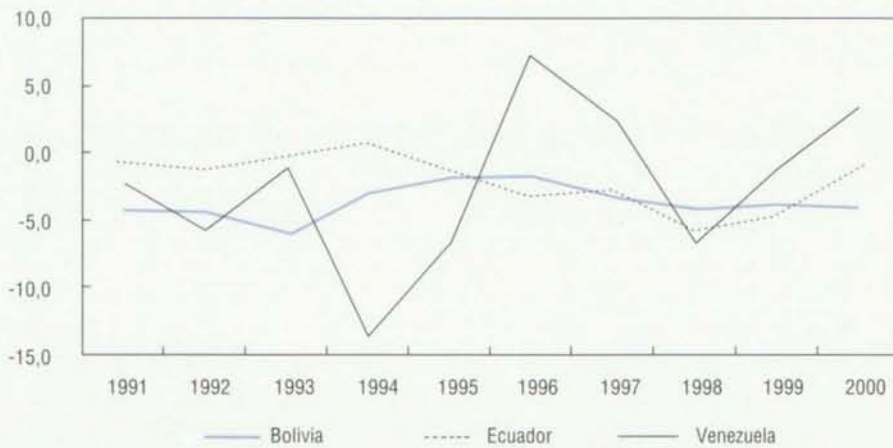
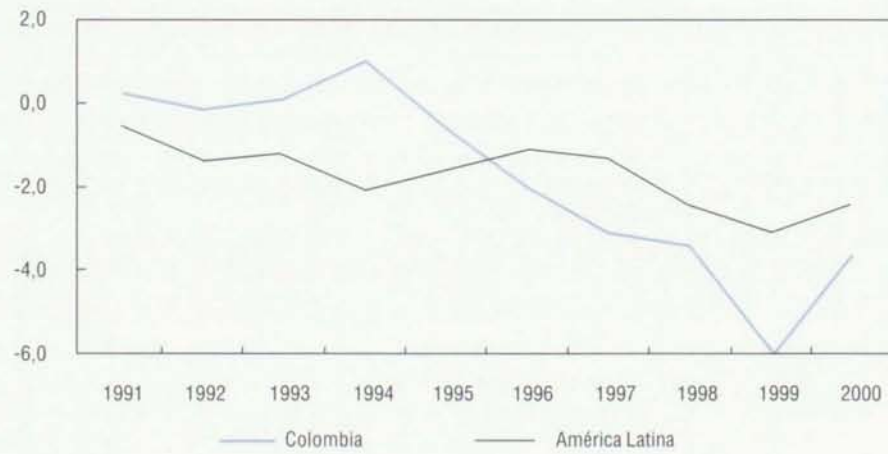


Fuente: Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2000-CEPAL.

Gráfico 21

Resultados del sector público no financiero en América Latina

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2000-CEPAL.

Cuadro 10
Índices de precios en dólares de las bolsas de valores en América Latina 1/
(Índices, junio de 1997 = 100)

País	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 2/
América Latina	49,0	51,0	77,4	76,2	62,5	72,5	90,6	56,0	81,0	74,7
Argentina	70,0	50,7	84,9	63,6	69,1	82,1	96,3	68,9	91,3	68,6
Brasil	20,2	20,0	38,2	64,0	49,8	64,9	78,3	44,9	63,0	66,5
Chile	46,7	52,4	67,8	95,8	93,0	77,0	79,6	55,7	71,4	64,8
Colombia	45,5	62,0	81,6	103,5	77,1	80,5	99,9	56,4	44,3	25,1
México	88,5	106,2	156,0	91,1	66,5	77,3	114,1	69,5	120,3	104,1
Perú	n.d.	32,6	43,9	66,8	73,1	73,6	83,8	50,5	61,1	43,9
Venezuela	128,0	73,3	65,6	47,8	32,7	75,7	93,3	44,9	37,8	48,6

n.d. No disponible.

1/ Valores de fin de mes, índice global.

2/ A mediados de diciembre.

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras de la Corporación Financiera Internacional.

Cuadro 11
Términos de intercambio en América Latina
(Índices: 1995 = 100)

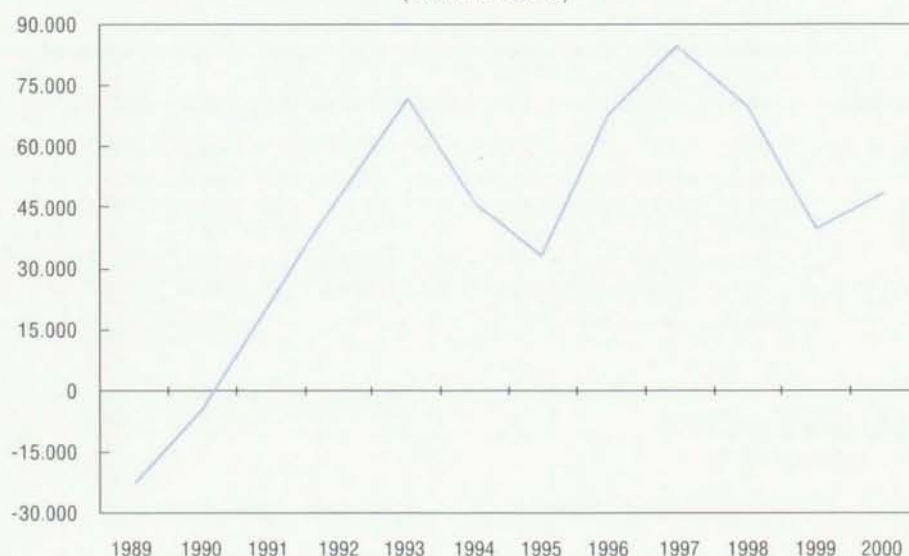
País	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (*)
América Latina	94,5	94,6	94,3	98,9	100,0	101,4	103,5	97,5	97,8	101,5
Argentina	103,9	100,7	104,8	105,6	100,0	108,5	108,9	103,9	98,5	104,7
Brasil	71,2	74,2	79,9	91,5	100,0	101,0	106,8	104,6	94,4	87,5
Chile	83,5	81,2	74,2	84,1	100,0	80,7	83,0	73,3	73,5	74,9
Colombia	99,1	87,4	91,0	104,9	100,0	103,7	104,4	95,8	102,6	118,9
Ecuador	121,7	116,3	106,4	108,9	100,0	109,6	111,9	99,6	106,2	121,4
México	102,4	105,0	104,9	103,3	100,0	102,8	104,0	100,4	102,3	104,9
Perú	86,8	95,0	89,1	95,7	100,0	96,5	103,2	89,7	83,3	82,5
Venezuela	116,0	108,0	101,9	101,0	100,0	115,6	110,8	79,9	106,5	153,4

(*) Cifras preliminares.

Fuente: CEPAL.

La crisis de Rusia de 1998 interrumpió significativamente el flujo extranjero de capital hacia América Latina (Gráfico 22). Dicha crisis coincidió con el debilitamiento de algunos factores macroeconómicos domésticos en la mayoría de países de la región, con lo cual se agravaron las consecuencias de este choque externo. La rapidez con que se desarrolló el “contagio” se debió al comportamiento de los inversionistas extranjeros que decidieron tratar por igual a los países de la región e interrumpir los flujos de capital dirigidos a todas las economías latinoamericanas.

Gráfico 22
Cuenta de capital y financiera en América Latina 1/
(Millones de dólares)



1/ Incluye: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

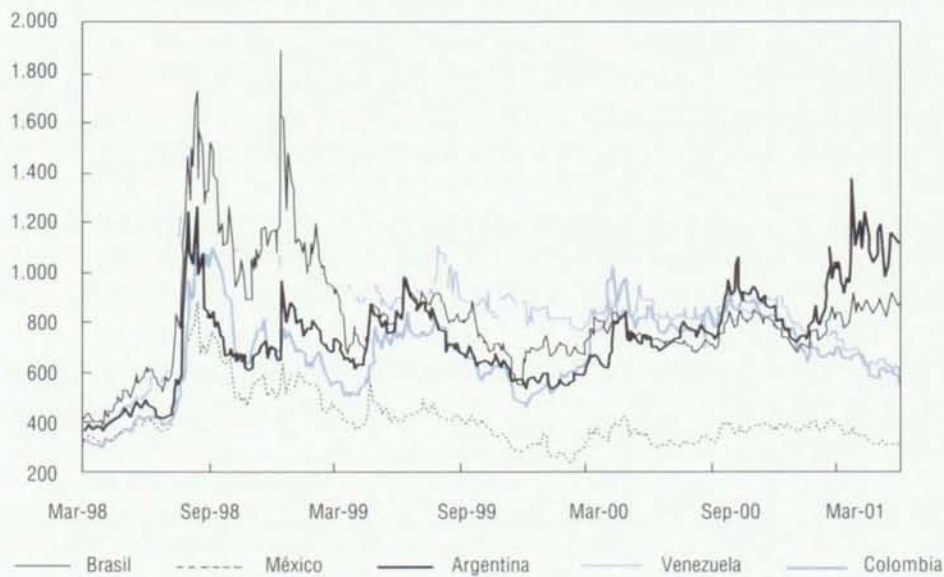
Fuente: FMI, para el período 1989-1997 y "Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2000". CEPAL para 1998-2000, con base en información del FMI.

Una de las principales consecuencias de la crisis de Rusia fue el considerable aumento de los márgenes de la deuda externa de Latinoamérica (Gráfico 23) y, con ello, la restricción al acceso de estos países al financiamiento externo. Además de la inesperada salida de capitales de la región, la crisis de los llamados mercados emergentes trajo consigo un deterioro de los términos de intercambio, que cayeron en 1998 cerca de 6,0% en promedio (Cuadro 11)¹⁵. Este deterioro redujo significativamente el valor de las exportaciones de la región. De esta manera, los países latinoamericanos, que estaban altamente endeudados, entraron en recesión, la inversión se tornó negativa, el ahorro declinó, los precios de los activos disminuyeron, el sector financiero se enfrentó a una crisis, y el desempleo aumentó (Gráfico 24)¹⁶. Las economías de la región en conjunto pasaron de crecer 5,2% en 1997 a 2,3% en 1998 y a 0,3% en 1999 (Gráfico 18).

¹⁵ Los países de Latinoamérica que presentaron el peor deterioro en sus términos de intercambio en 1998 fueron Chile (-11,7%), Colombia (-8,2%), Ecuador (-11,0%), Perú (-13,1%) y Venezuela (-27,9%).

¹⁶ Según Calvo et al. (2001), la fase de desaceleración-recesión que empezó en el tercer trimestre de 1997, implicó un cambio en la tendencia de las tasas de crecimiento del producto. Este hecho fue altamente sincronizado y afectó sin excepción a las siete economías más grandes de la región.

Gráfico 23
Márgenes de la deuda latinoamericana a 10 años
(Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

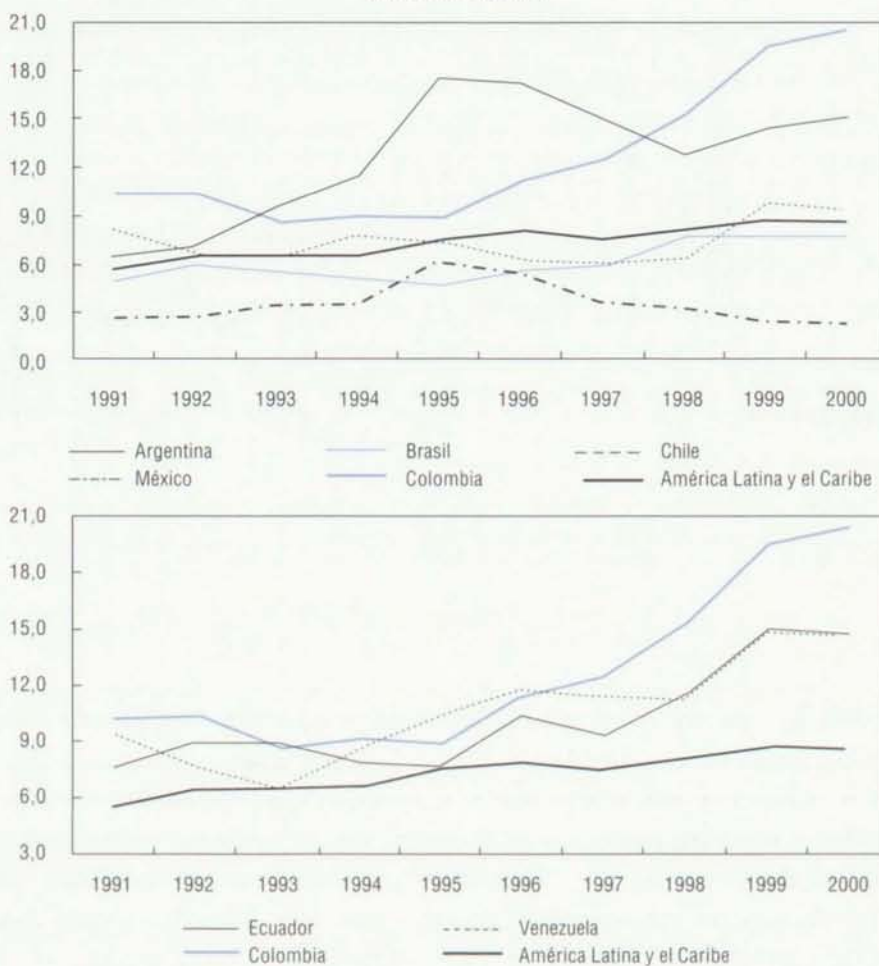
Colombia no fue un caso aislado en América Latina. El choque externo negativo afectó su economía de forma similar que los demás países de la región. Los desequilibrios macroeconómicos de Colombia lo hicieron especialmente vulnerable a los cambios en el entorno internacional¹⁷. Así, con el choque externo cayeron los precios de los principales bienes de exportación, se encareció el crédito externo y disminuyeron las entradas de capitales, lo cual llevó a un aumento de las tasas interés internas y a una desaceleración de la economía.

La fase de recuperación en América Latina se inició en el tercer trimestre de 1999 de forma sincronizada en todos los países. Además de las políticas de ajuste adoptadas por la mayoría de ellos, factores externos como el crecimiento de la economía norteamericana y la reactivación de las economías asiáticas jugaron un papel importante en la recuperación económica de la región. Colombia no ha sido la excepción en este aspecto¹⁸. El producto y la inversión exhibieron tasas de crecimiento po-

¹⁷ Entre otros, el deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos que hacía a la economía vulnerable a cambios en las condiciones de mercado y el déficit fiscal que tendió a desplazar la economía privada a través de mayores tasas de interés.

¹⁸ Para una explicación detallada del programa de ajuste desarrollado en Colombia, véase el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, de marzo de 2000.

Gráfico 24
Desempleo urbano en América Latina
(Tasas anuales medias)



Fuente: Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2000-CEPAL

sitivas en 2000 y se obtuvieron importantes ajustes en el balance en cuenta corriente y en las cuentas fiscales. En efecto, el déficit en cuenta corriente pasó de 5,3% del PIB en 1998 a 0,05% del PIB en el 2000 y el déficit fiscal del sector público consolidado se redujo de 5,4% en 1999 a 3,4% en 2000. Sin embargo, como se mencionó en el anterior Informe al Congreso, el desempleo, que viene elevándose desde 1995, continúa siendo el principal problema que aqueja a la economía colombiana.

El ritmo de la recuperación latinoamericana se redujo a partir del segundo semestre de 2000 y no se espera una recuperación en 2001. Esto es el resultado de la desaceleración de la economía mundial, refle-

jada en el menor crecimiento esperado para los Estados Unidos y la prolongación de la crisis de Japón, y de perturbaciones en el mercado internacional de capitales como consecuencia de los problemas económicos de Argentina y de Turquía. Estos factores externos están comprometiendo nuevamente el crecimiento latinoamericano en el presente año (Cuadro 12)¹⁹.

Cuadro 12 Tasas de crecimiento anual y pronósticos (Porcentaje)			
	2000	2001	2002
Mundo 1/	4,1	2,3	3,0
Estados Unidos	5,0	1,9	3,0
Unión Europea	3,3	2,5	2,7
Japón	1,7	0,9	1,5
América Latina 2/	4,0	2,6	3,7
Argentina	(0,5)	1,6	4,5
Brasil	4,5	2,9	3,8
Chile	5,5	4,0	5,0
Ecuador	1,9	3,5	3,6
México	6,9	3,0	1,3
Perú	3,1	0,9	2,5
Venezuela	3,2	4,4	3,5

1/ Pronósticos realizados en junio-2001 y publicados por www.consensuseconomiccs.com.

2/ Fuente de pronósticos: Idea Global, junio de 2001.

En conclusión, la apertura al capital externo tiene enormes ventajas para los países emergentes y por lo tanto, posibilita un mayor crecimiento económico. Sin embargo, es necesario complementar el beneficio de las mayores entradas de capital con políticas sólidas en los frentes fiscal y financiero para así ofrecer a los inversionistas internacionales un ambiente macroeconómico estable en el que sean atractivos los compromisos de largo plazo.

Finalmente, el hecho de que la mayoría de las economías latinoamericanas siguiera un patrón similar al del promedio de la región durante la década del 90 sugiere que una parte importante del ciclo económico de estos países está explicada por factores exógenos, que no pudieron ser compensados por políticas macroeconómicas anticíclicas²⁰.

¹⁹ Para mayor detalle, véase Calvo et al. (2001).

²⁰ Véase, Uribe J. D. (2001), «Las economías emergentes y su dificultad para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas», Reportes del Emisor, julio, No. 26.

B. Políticas anticíclicas en los países emergentes y el caso de Colombia

En su fase ascendente, el ciclo económico en los países emergentes se caracteriza por un déficit en cuenta corriente, entradas de ahorro externo que permiten niveles de inversión por encima del ahorro doméstico y ritmos más altos de crecimiento económico. La mayor disponibilidad de crédito externo se refleja en costos más bajos del endeudamiento externo. Este comportamiento es común a todos los países de América Latina y a otros países emergentes. En un contexto de turbulencia en los mercados financieros internacionales el capital fluye a los mercados más seguros de los países desarrollados. La salida de capitales coincide con la fase descendente del ciclo, un período en el cual todos los países emergentes son tratados por igual y el encarecimiento del crédito externo es generalizado.

Ciclos económicos de la magnitud que registró América Latina en la década de los 90 no son fáciles de manejar. A simple vista, la solución podría ser aplicar políticas anticíclicas en los frentes fiscal o monetario. En los países desarrollados las políticas anticíclicas son una posibilidad. Enfrentados a una reducción de la demanda estos países reducen las tasas de interés o adoptan políticas fiscales expansivas. En los países emergentes las políticas anticíclicas no son una alternativa sin dificultades. En la medida en la cual estas economías son tan sensibles a fluctuaciones bruscas en los flujos de capitales, la conveniencia y la efectividad de este tipo de políticas depende del impacto que tengan sobre dichos flujos. Este, a su vez, está determinado por los desequilibrios acumulados en el pasado o debilidades estructurales serias. Así, por ejemplo, un país con una historia de elevados déficit fiscales o externos, o con altos niveles de deuda pública o externa, tendrá dificultades para llevar a cabo políticas anticíclicas debido a que su aplicación podría afectar las percepciones con respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas y el balance externo y, por consiguiente, inducir una reducción drástica de los flujos de capital.

La adopción de políticas anticíclicas puede generar otro tipo de problemas en los países emergentes. Una reducción de las tasas de interés, que en un régimen de tasa de cambio flotante puede conducir a una depreciación de la tasa de cambio, pone en entredicho el cumplimiento de la meta de inflación y aumenta la fragilidad financiera de aquellos agentes expuestos al riesgo de devaluación. Así, en el contexto de una

economía vulnerable ante choques en los flujos de capitales, los experimentos con políticas anticíclicas pueden desembocar en cambios de 180 grados en la postura de la política macroeconómica, es decir, en políticas aún más procíclicas. Las coyunturas macroeconómicas inciertas e inestables de esta naturaleza se caracterizan por la volatilidad de las tasas de interés y de la tasa de cambio, así como por la escasez de financiamiento externo. Estos factores agravan aún más los problemas de sostenibilidad de los déficit público y externo.

De hecho, la mayoría de países latinoamericanos durante la década de los 90 adoptaron políticas fiscales procíclicas. Como lo muestra la información reseñada en este capítulo, durante las expansiones los gobiernos aumentaron su consumo y su inversión generando mayores déficit fiscales. Por el contrario, en períodos de crisis, los gobiernos se ven forzados a emprender programas de ajuste fiscal para generar confianza y credibilidad en los mercados internacionales.

En la actualidad, la situación de la economía internacional es de desaceleración e incertidumbre. La desaceleración cubre tanto a los países desarrollados como a los mercados emergentes. La incertidumbre está asociada principalmente con los casos de Argentina y Turquía. En este entorno, las posibilidades para los países emergentes de realizar políticas anticíclicas son reducidas.

A pesar de las limitaciones mencionadas, en la medida en que se realicen ajustes fiscales y de balanza de pagos se abre espacio para adoptar políticas anticíclicas. Los casos de Colombia y Chile ilustran bien este punto. En el contexto de la debilidad de la demanda agregada, la JDBR adoptó desde 1999 una postura de la política monetaria más holgada sin comprometer el logro de la meta de inflación. Esto ha sido posible gracias a la existencia de capacidad instalada no utilizada en varios sectores de la economía y al programa acordado con el FMI. Este último apunta a una corrección del déficit fiscal y a la adopción de reformas estructurales que garanticen la viabilidad de las finanzas públicas a largo plazo, lo cual ha facilitado el acceso del país a los mercados internacionales de capital en los últimos dos años.

En consecuencia, las tasas de interés de intervención del Banco de la República se redujeron en 15 ocasiones entre diciembre de 1998 y marzo de 2001, con lo cual la tasa de interés real de las operaciones de

subasta de expansión monetaria alcanzaron en algunos momentos niveles cercanos a cero²¹. Adicionalmente, los encajes se redujeron de un promedio de 8,7% a finales de 1997, a 5,8% al término de 1998 y desde ese momento se han mantenido en el mismo nivel, lo cual permitió liberar un volumen importante de reservas bancarias y mejorar la posición de liquidez del sistema bancario.

Por otra parte, en 1999 se hicieron más flexibles las condiciones de apoyo de liquidez del sistema financiero con lo cual se redujo su riesgo de iliquidez y se hizo más fácil el acceso a los recursos extraordinarios del Banco de la República. La mayor amplitud de la política monetaria se ve reflejada en el crecimiento de la base monetaria, la cual pasó de un nivel negativo de 16,5% en diciembre de 1998 a 13,2% positivo en junio de 2001²².

De forma similar, Chile ha llevado a cabo una política monetaria anticíclica. Este país cuenta con una situación macroeconómica bastante más resistente a los choques de la economía internacional. Por años mantuvo superávit en el saldo de las finanzas del Gobierno Central, el déficit en cuenta corriente fue bastante moderado y los márgenes sobre la deuda externa considerablemente reducidos con respecto a los del resto de América Latina. Esta sólida situación financiera le ha permitido enfrentar la crisis internacional con una política monetaria más contracíclica. En efecto, durante el año 2001, la tasa de interés de la política monetaria, ha descendido en términos reales de 5,0% a 3,75%²³.

En síntesis, para que los países emergentes estén en el futuro en posición de adoptar políticas contracíclicas, es necesario fortalecer los fundamentos macroeconómicos, mejorando los indicadores de deuda pública y de balanza de pagos y reduciendo la inflación. Para esto es necesario la ejecución de políticas que aseguren una estabilidad macroeconómica y el diseño de un marco regulativo prudencial para el sistema financiero.

No se puede desconocer que, si bien en la actualidad la mayoría de los países latinoamericanos está saliendo de la crisis, la recesión de finales de los años 90 tuvo importantes costos económicos y sociales. Como se

²¹ Véase la sección de política monetaria, Capítulo IV.

²² Cabe anotar, sin embargo, que parte del aumento de la base monetaria resulta de una política que ha buscado satisfacer los aumentos de la demanda de base, con motivo de la introducción y posteriores modificaciones del impuesto a las transacciones financieras. Por su naturaleza, estos cambios en la demanda de base monetaria no resultan inflacionarios.

²³ En Colombia, la tasa de interés interbancaria se ha mantenido en términos reales en 3,2% durante el año 2001.

analiza en el Recuadro 1, en la mayoría de países se empeoró la distribución del ingreso y aumentó la pobreza. Por lo tanto, uno de los mayores retos de la política económica es situar la economía en una senda de crecimiento sostenido que impulse el empleo y reduzca la pobreza.

IV. POLÍTICA MACROECONÓMICA

La coherencia de la política macroeconómica ha contribuido a la recuperación económica y a la reducción de la inflación. En particular, las decisiones en materia de política monetaria se han adoptado para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación y contribuir al crecimiento económico. La política monetaria, por su parte, ha facilitado la disminución de las tasas de interés y suministrado un nivel adecuado de liquidez a la economía. Por otra parte, se ha avanzado en la disminución del déficit fiscal, lo cual ha incrementado la confianza de los inversionistas nacionales e internacionales en la economía nacional. Adicionalmente, los principales indicadores del sistema financiero señalan una mejoría en la salud de este sector.

A. Política monetaria

La política monetaria -coherente con el mandato constitucional otorgado a la JDBR- ha tenido como objetivo el logro de metas decrecientes de inflación y simultáneamente la recuperación de la demanda agregada y el crecimiento económico. Esto ha sido posible gracias a la existencia de la capacidad instalada sobrante en varios sectores de la economía; a la corrección de los desequilibrios público y externo, y a la adopción de reformas estructurales. Con este fin, la JDBR diseñó una estrategia que combina elementos del esquema de inflación objetivo con valores de referencia para los agregados monetarios. Bajo esta estrategia, la postura de la política monetaria se decide con base en la evaluación de las presiones inflacionarias, los pronósticos de inflación y el comportamiento de otras variables macroeconómicas, entre las cuales se presta especial atención a los agregados monetarios y, en particular, a la base monetaria. En este sentido, un elemento importante en la estrategia actual de la política monetaria es la elaboración de una trayectoria de referencia para este agregado, que sirve de guía para el suministro de liquidez de la economía, que se construye a partir de la meta de inflación y el supuesto de crecimiento económico e incorpora los choques anticipados a la demanda de dinero.

Recuadro 1

COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO Y LA POBREZA EN COLOMBIA Y AMÉRICA LATINA

La economía colombiana no ha sido ajena al ciclo económico de América Latina, por lo cual es de esperar que sus indicadores sociales sigan un patrón similar al del conjunto de la región. Los problemas de desigualdad del ingreso se detectaron y se conocen desde hace varias décadas. Como lo señala la CEPAL, la inequidad que caracteriza a los países latinoamericanos ha sido consecuencia de las estructuras económicas y sociales prevalecientes en la región¹.

Esta estructura ha llevado a que América Latina tenga la distribución del ingreso más desigual del mundo (Cuadro 1). Como se observa, América Latina ha tenido en promedio los coeficientes de Gini más altos en comparación con el resto de regiones del mundo². Mientras en el Oriente Medio y en África la desigualdad ha disminuido notablemente, y en los países desarrollados ha permanecido relativamente constante, en América Latina la desigualdad ha persistido en un nivel alto; sólo disminuyó ligeramente en la década de los años 70 y se mantiene en este nivel desde entonces³.

Cuadro 1 Coeficientes de Gini, promedio por región y decenio				
Región	Años 60	Años 70	Años 80	Años 90 1/
Europa Oriental	0,25	0,25	0,25	0,29
Asia Meridional	0,36	0,34	0,35	0,32
OCDE y países de altos ingresos	0,35	0,35	0,33	0,34
Asia Oriental y Pacífico	0,37	0,40	0,39	0,38
Oriente Medio y África del Norte	0,41	0,42	0,41	0,38
África al sur del Sahara	0,50	0,48	0,44	0,47
América Latina	0,53	0,49	0,50	0,49
1/ Promedio primera mitad de la década.				
Fuente: Klaus Deininger y Lyn Squire, «A new data set measuring income inequality», <i>World Bank Economic Review</i> , vol. 10, No 3 (1996).				

¹ Véase, Ocampo, José A. (2000), "Equidad, desarrollo y ciudadanía", CEPAL, agosto de 2000.

² El coeficiente de Gini es un índice usado para medir la desigualdad partiendo del supuesto de que si los ingresos se distribuyeran en forma igualitaria, a cada persona de la población le correspondería la misma proporción del ingreso (equidistribución). Este índice mide qué tanto se aleja la distribución observada de la equidistribución. Los valores del coeficiente se encuentran en el rango entre 0 y 1, donde los valores más altos son los de mayor concentración.

³ Morley, Samuel (2000), "La distribución del ingreso en América Latina y el Caribe", CEPAL.

En los años 80, la distribución del ingreso empeoró en Latinoamérica debido a la crisis de la deuda. En la primera mitad de los años 90 se lograron avances en materia de distribución y de pobreza asociados a las reformas estructurales y al rápido crecimiento de las economías en ese período. Sin embargo, la contracción económica de la mayoría de países a finales de la década deterioró los indicadores sociales de la región.

El comportamiento entre países ha sido bastante disímil. Algunos de ellos han mejorado notoriamente su distribución; se destacan El Salvador, Honduras y Perú, que a pesar de haber presentado altos niveles de desigualdad, mejoraron su distribución en los años 90, y Costa Rica y Uruguay que han logrado niveles similares a los de países desarrollados. Sin embargo, de acuerdo con Morely (2000), el 75% de la población total de la región se encuentra en países con niveles elevados de desigualdad, sin que presente signos de mejoría. Dentro de estos países se encuentran Argentina, Brasil, Chile y México, las economías más grandes de la región, cuya desigualdad aumentó en los años 80 y se estancó en un nivel elevado de desigualdad desde 1990. En Colombia y en Venezuela, la desigualdad aumentó durante los años 90 y en otros países, Bolivia, Ecuador y Paraguay, que solo hace muy poco tiempo reportan estadísticas, se registran también niveles elevados de desigualdad.

Colombia ha sido históricamente uno de los países latinoamericanos con mayores niveles de concentración del ingreso. Los primeros estudios sobre el tema señalaron que durante las décadas de los años 50 y 60 existía en Colombia una alta concentración del ingreso, como consecuencia de la falta de educación y la mala distribución de la propiedad de la tierra⁴. No obstante, la distribución del ingreso mejoró significativamente en las décadas del 70 y del 80. En efecto, entre 1971 y 1988, el valor del coeficiente de Gini para el total nacional se redujo de 0,53 a 0,45, caída que representó una notable mejora en dicha distribución⁵.

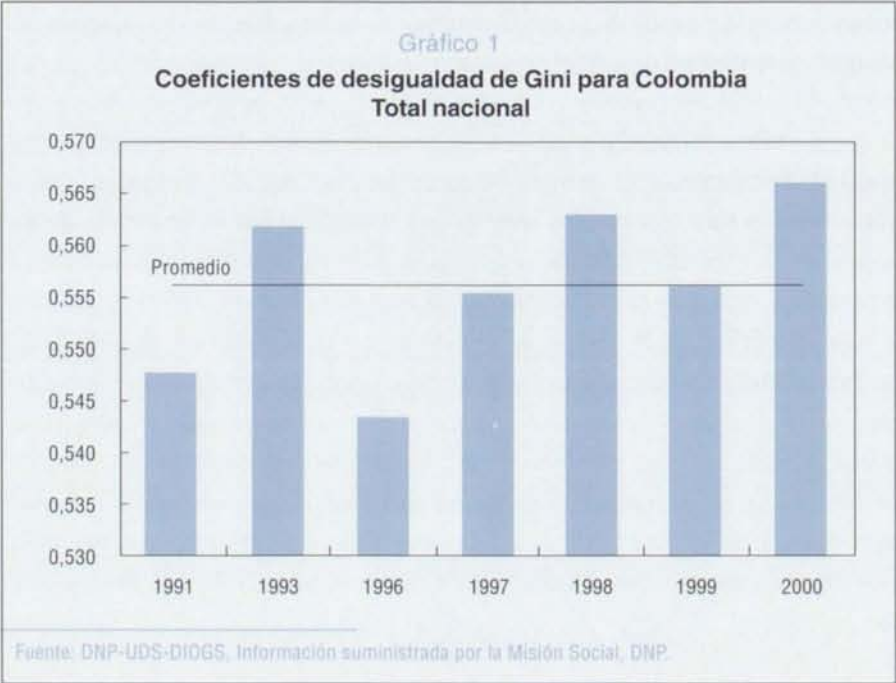
En la década de los 90, sin embargo, el coeficiente de Gini registró, en promedio, un valor de 0,56, superior al de América Latina de 0,52⁶. Este indicador disminuyó en Colombia entre 1993 y 1996, llegando a 0,54 para luego deteriorarse hasta alcan-

⁴ Para una descripción más detallada de la evolución de la distribución del ingreso en las décadas de los sesenta, setenta y ochenta, véase "Distribución del ingreso y la pobreza en Colombia, evolución reciente", en *Revista del Banco de la República*, Notas Editoriales, agosto, 1993.

⁵ Véase "Distribución del ingreso y la pobreza en Colombia, evolución reciente", en *Revista del Banco de la República*, Notas Editoriales, agosto, 1993, Cuadro 1.

⁶ Boletín No. 26: *Coyuntura Económica e Indicadores sociales*. DNP, julio de 2000.

zar en el año 2000 un nivel de 0,57 (Gráfico 1). El deterioro de la distribución del ingreso se reflejó en que el 40,0% de la población más pobre redujo su participación en el ingreso total del país de 9,8% al 8,7% entre 1991 y 2000 (Cuadro 2).



Cuadro 2
Participación de cada quintil de la población en el ingreso (*)
Total nacional
(Porcentaje del ingreso)

Año	Quintil 1	Quintil 2	Quintil 3	Quintil 4	Quintil 5
1991	3,0	6,8	10,8	17,4	62,0
1993	2,5	6,0	10,0	16,6	64,9
1996	2,6	6,7	10,9	18,2	61,6
1997	2,6	6,8	11,4	19,1	60,1
1998	2,6	6,5	10,6	17,7	62,6
1999	2,5	6,6	11,0	18,5	61,6
2000	2,4	6,3	10,5	18,2	62,7
Promedio	2,6	6,5	10,7	18,0	62,2

(*) Se toman los ingresos de la unidad de gasto (todos los perceptores del hogar, salvo servicio doméstico y pensionistas). Cada quintil corresponde a un 20% de la población. El quintil 1 es el más pobre y el quintil 5 el más rico.

Fuente: Cálculos DNP-UDS-DIOGS con base en el DANE, Encuesta nacional de hogares, septiembre. Información suministrada por la Misión Social, DNP.

En cuanto a los indicadores de pobreza, línea de indigencia y línea de pobreza, éstos presentaron una gran mejoría a principios de la década⁷. La población en indigencia en Colombia disminuyó entre 1991 y 1998 al pasar de representar el 20,4% de la población total a ser el 17,9%. Así mismo, el porcentaje de la población por debajo de la línea de pobreza se redujo en 3,5 puntos porcentuales, al pasar de 53,8% a 50,3% de la población, entre 1991 y 1997 (Gráfico 2). Sin embargo, las condiciones menos favorables de la economía nacional e internacional de los últimos años de la década elevaron la tasa de desempleo y la tendencia decreciente de la pobreza se revirtió⁸. En efecto, la pobreza al final de los 90 alcanzó niveles superiores a los de principios de la década. Para el año 2000 se estima que el 23,4% y el



⁷ La línea de pobreza se calcula a partir de los ingresos que reciben los hogares. Para calcularla se supone que la carencia de los demás bienes y servicios es proporcional a la de los alimentos. Véase, Boletín No. 26, *Coyuntura Económica e indicadores sociales*, Departamento Nacional de Planeación (DNP), junio de 2000.

La línea de indigencia se calcula a partir del valor de una canasta normativa de alimentos que cumpla con las condiciones mínimas, de tal forma que un hogar cuyos ingresos no alcancen para comprar dicha canasta para todos sus miembros se considera en estado de indigencia o extrema pobreza. Para una definición más detallada sobre estos indicadores, véase, Boletín No. 26: *Coyuntura Económica e indicadores sociales*. DNP, julio de 2000.

⁸ Para más detalle sobre el problema reciente del desempleo, véase el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, marzo de 2001.

59,8% de la población se encontraba por debajo de la línea de indigencia y de la línea de pobreza, respectivamente⁹.

Los departamentos con mayor población bajo la línea de pobreza y de indigencia en el año 2000 eran Chocó, Cauca y Nariño seguidos por los departamentos de la Costa Atlántica, y por Boyacá, Caquetá y Tolima. Aunque Bogotá tiene la menor población bajo la línea de pobreza, y una de las menores bajo la línea de indigencia, es el lugar donde más se han incrementado estos indicadores entre 1997 y 2000, como consecuencia de la llegada de un gran número de desplazados a la ciudad (Cuadro 3).

Cuadro 3 Población bajo línea de indigencia y de pobreza Nacional y departamental, 1997-2000 (Porcentajes)						
Departamentos	Línea de pobreza			Línea de indigencia		
	1997	1999	2000	1997	1999	2000
Total	50,3	56,3	59,8	18,1	19,6	23,4
Bogotá	32,4	46,3	49,6	6,1	13,2	14,9
Antioquia	50,5	57,8	59,4	14,3	17,8	20,0
Atlántico	47,0	57,9	66,7	11,7	16,1	28,1
Bolívar	62,6	59,9	65,8	23,7	23,2	31,9
Boyacá	61,5	62,6	65,6	30,5	28,2	29,2
Caldas	54,9	53,9	61,3	16,7	15,3	20,7
Caquetá	57,5	59,9	69,2	15,3	19,3	28,7
Cauca	64,4	73,3	77,2	30,3	39,8	39,7
Cesar	55,9	53,7	61,4	18,4	13,5	16,4
Chocó	70,5	78,0	78,0	44,8	46,7	47,4
Córdoba	70,8	72,6	69,4	41,1	37,1	36,7
Cundinamarca	43,5	50,9	59,0	15,0	16,8	28,1
Huila	53,3	62,5	62,4	24,1	21,9	26,8
La Guajira	59,0	50,2	56,6	25,6	18,8	23,6
Magdalena	58,9	62,6	59,5	24,1	17,0	18,4
Meta	38,6	52,4	55,5	10,1	15,9	17,5
Nariño	67,1	71,7	74,7	38,2	36,8	40,6
N. Santander	58,6	58,2	53,0	23,5	18,2	20,2
Quindío	47,1	50,8	50,6	13,1	11,8	11,5
Risaralda	45,2	51,1	58,2	16,0	18,0	23,2
Santander	44,2	54,9	57,7	18,5	21,6	23,1
Sucre	66,0	64,0	67,4	28,2	17,8	26,6
Tolima	60,7	57,3	66,4	26,0	21,7	31,0
Valle	42,9	47,6	52,3	9,4	13,9	15,8
Fuente: Cálculos DNP-UDS-DIOGS con base en el DANE, Encuesta nacional de hogares, septiembre. Información suministrada por la Misión Social, DNP.						

⁹ Información suministrada por la Misión Social del DNP.

Los datos de la distribución de ingresos y pobreza se basan en información de ingresos familiares de las encuestas de hogares. Dicha información no incluye los beneficios de servicios en especie o subsidios otorgados por el Estado. Los aumentos en gasto social estatal pueden entonces mejorar el bienestar de los grupos más pobres sin mejorar la proporción del ingreso total que reciben. Por esta razón puede disminuir el déficit de necesidades básicas insatisfechas sin que mejore la distribución del ingreso.

Durante la década del 90 se registraron importantes avances en las condiciones sociales medidas a través del indicador de necesidades básicas insatisfechas (NBI)¹⁰. La población pobre se redujo de 37,2% en 1993 a 22,9% en 2000 y la población en miseria disminuyó más de ocho puntos porcentuales en ese mismo período (Cuadro 4). En general, el cubrimiento de todas las necesidades básicas ha mejorado en los últimos años, principalmente la de acceso a los servicios. Bogotá

Cuadro 4 Indicadores de necesidades básicas insatisfechas (NBI) (Porcentaje de la población total nacional)							
Año	Pobreza (una NBI)	Miseria (Más de una NBI)	Vivienda	Servicios	Hacina- miento	Inasistencia escolar	Depen- dencia económica
1993	37,2	14,9	11,6	10,5	15,4	8,0	12,8
1996	26,0	8,9	8,6	5,5	11,1	4,0	9,0
1997	25,9	8,6	8,0	5,4	11,3	4,2	8,9
1998	26,0	8,2	6,6	4,7	11,1	4,7	10,0
1999	24,9	7,3	6,7	4,0	11,2	3,9	8,8
2000 (*)	22,9	6,5	6,7	3,6	10,2	3,2	7,6

(*) Corresponde a los últimos cálculos de la Misión Social, DNP.

Fuente: Cálculos DNP-UDS-DIGGS con base en el DANE, Censo 1993 y Encuesta nacional de hogares Septiembre. Publicado en *Coyuntura Económica e Indicadores Sociales*, DNP, Julio 2000.

presentaba el menor indicador de NBI en cuanto a pobreza y miseria se refieren, mientras que los departamentos de la Costa Pacífica, con excepción del Valle, y los de la Costa Atlántica eran aquellos con indicadores más altos de NBI en el año 2000 (Cuadro 5).

¹⁰ Esta metodología permite medir el porcentaje de la población que no ha cubierto al menos una de las cinco necesidades básicas. Un hogar se considera pobre si no tiene una vivienda con materiales adecuados, con servicios públicos de acueducto y alcantarillado adecuados, si está en un nivel de hacinamiento crítico, si el grado de dependencia económica es alto o si uno de los niños entre siete y 11 años no asiste a algún establecimiento educativo. Y se considera en miseria cuando tiene dos o más NBI. Véase para más detalle, Boletín No. 26 *Coyuntura económica e indicadores sociales*, DNP, junio de 2000.

Cuadro 5
Población en NBI y miseria
Nacional y departamental, 1997- 2000
(Porcentajes)

Departamentos	NBI, pobreza			NBI, miseria		
	1997	1999	2000	1997	1999	2000
Total	25,9	24,9	22,9	8,6	7,3	6,5
Bogotá	13,0	12,4	12,4	2,5	2,4	1,3
Antioquia	23,5	22,4	18,3	7,2	6,0	5,2
Atlántico	20,8	19,5	23,0	6,5	4,7	7,1
Bolívar	43,1	37,5	35,2	22,4	16,9	13,0
Boyacá	34,6	28,0	24,5	9,5	8,4	4,7
Caldas	21,6	20,4	15,4	4,9	2,9	3,6
Caquetá	42,0	27,5	22,2	16,0	7,7	6,6
Cauca	32,2	40,3	28,9	10,7	15,9	11,3
Cesar	35,5	32,1	36,3	17,2	10,1	13,2
Córdoba	53,5	49,0	44,1	25,6	22,9	18,1
Cundinamarca	21,8	23,0	23,4	5,7	3,2	5,1
Chocó	49,1	64,9	60,6	14,3	23,2	17,6
Huila	24,1	26,6	28,6	7,2	8,0	6,6
La Guajira	34,2	37,7	32,6	17,2	17,7	11,7
Magdalena	40,9	40,6	34,0	17,7	15,3	16,3
Meta	29,5	25,7	26,2	7,2	6,0	7,5
Nariño	39,5	34,0	32,6	14,7	9,2	9,8
N. Santander	27,1	22,0	19,2	8,6	5,7	3,2
Quindío	20,0	21,1	18,1	4,7	6,4	3,4
Risaralda	14,9	15,1	16,7	2,0	3,5	4,0
Santander	18,4	20,3	20,8	5,4	3,6	4,1
Sucre	48,8	44,2	39,8	21,8	18,6	15,0
Tolima	29,9	28,9	27,3	9,2	8,2	8,7
Valle	15,7	17,1	15,7	2,5	2,6	2,6

Fuente: Cálculos DNP-UDS-DIOGS con base en el DANE, Encuesta nacional de hogares, septiembre. Información suministrada por la Misión Social, DNP.

Las condiciones de vida de la población colombiana mejoraron considerablemente en los últimos años de acuerdo con otros indicadores sociales como la tasa de mortalidad infantil, la esperanza de vida al nacer, el analfabetismo y la tasa de fecundidad. Más aún, Colombia presenta mejores indicadores sociales que el promedio de América Latina. Las cifras de la CEPAL señalan que la tasa de mortalidad infantil en Colombia pasó de 48,4 en el quinquenio 1980-1985 a 30,0 en el quinquenio 1995-2000 y fue inferior a la del promedio de la región (Cuadro 6).

Cuadro 6
Tasas de mortalidad infantil 1/
(Por cada mil nacidos vivos 2/)

País	1980 - 1985			1985 - 1990		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Argentina	32,2	35,5	28,8	27,1	30,0	24,1
Bolivia	109,2	116,0	102,0	90,1	96,0	84,0
Brasil	64,4	71,5	57,0	55,0	62,0	47,7
Chile	23,7	25,8	21,6	18,4	19,9	16,7
Colombia	48,4	53,4	43,1	41,4	46,2	36,4
Ecuador	68,4	75,5	61,1	57,1	63,5	50,5
México	47,0	52,9	40,9	39,5	43,0	35,9
Perú	81,6	87,9	75,1	68,0	74,7	61,0
Venezuela	33,6	37,6	29,4	26,9	30,3	23,4
Promedio	56,5	61,8	51,0	47,1	51,7	42,2
Total 3/	58,3	63,7	51,8	48,6	53,4	42,9

País	1990 - 1995			1995 - 2000		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Argentina	24,3	27,0	21,5	21,8	24,5	19,0
Bolivia	75,1	79,2	70,8	65,6	70,0	61,0
Brasil	47,2	54,0	40,0	42,2	48,5	35,6
Chile	14,0	15,2	12,8	12,8	13,8	11,6
Colombia	35,2	39,5	30,6	30,0	34,0	25,8
Ecuador	49,7	55,4	43,7	45,6	50,8	40,1
México	34,0	36,2	31,6	31,0	33,0	28,9
Perú	55,5	61,8	48,8	45,0	50,1	39,6
Venezuela	23,2	26,2	20,1	20,9	23,6	18,2
Promedio	39,8	43,8	35,5	35,0	38,7	31,1
Total 3/	40,8	44,9	35,7	36,1	39,9	31,5

1/ Defunciones de niños de 0 a 1 año de edad por cada mil niños nacidos vivos.
2/ Tasas implícitas en las proyecciones de población.
3/ Excluye los países del Caribe de habla inglesa.

Fuente: Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe. Naciones Unidas, CEPAL, 2000

La esperanza de vida para los colombianos aumentó de 67 a 71 años entre el primer quinquenio de los años 80 y el segundo de la década del 90 ubicándose alrededor del promedio de países de Latinoamérica (Cuadro 7).

La tasa de analfabetismo registró un notorio progreso en América Latina al reducirse casi en un 50,0% en las dos últimas décadas. A pesar del gran progreso conseguido en esta área, Colombia se quedó rezagada frente al resto de países, pues este indicador se redujo en un 47,4% mientras que en países como Ecuador, Bolivia y Venezuela cayó en cerca de 55,0%, en promedio (Cuadro 8).

Cuadro 7
Esperanza de vida al nacer
 (Años, promedio)

País	1980 - 1985			1985 - 1990		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Argentina	70,2	66,8	73,7	71,0	67,6	74,6
Bolivia	53,7	51,9	55,6	56,8	55,1	58,6
Brasil	63,4	60,2	66,7	64,9	61,4	68,6
Chile	70,7	67,4	74,2	72,7	69,6	75,9
Colombia	66,8	63,6	70,2	67,9	64,2	71,7
Ecuador	64,5	62,5	66,7	67,1	64,7	69,5
México	67,7	64,4	71,2	69,8	66,8	73,0
Venezuela	68,8	65,9	71,8	70,5	67,7	73,5
Promedio	65,7	62,8	68,8	67,6	64,6	70,7

País	1990 - 1995			1995 - 2000		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Argentina	72,1	68,6	75,7	73,1	69,7	76,8
Bolivia	59,3	57,7	61,0	61,4	59,8	63,2
Brasil	66,4	62,7	70,4	67,9	64,1	71,9
Chile	74,4	71,5	77,4	75,2	72,3	78,3
Colombia	68,6	64,3	73,0	70,7	67,3	74,3
Ecuador	68,8	66,4	71,4	69,9	67,3	72,5
México	71,5	68,5	74,5	72,4	69,5	75,5
Venezuela	71,8	69,0	74,7	72,8	70,0	75,7
Promedio	69,1	66,1	72,3	70,4	67,5	73,5

Fuente: Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe. Naciones Unidas, CEPAL 2000.

Cuadro 8
Población analfabeta de 15 y más años de edad, por género
 (Porcentaje de la población de 15 y más años de edad)

País	Ambos sexos			Hombres			Mujeres		
	1980	1990	2000	1980	1990	2000	1980	1990	2000
Argentina	6,0	4,2	3,1	5,7	4,1	3,1	6,4	4,4	3,1
Bolivia	30,9	21,6	14,4	19,9	12,9	7,9	41,3	29,9	20,6
Brasil	25,4	18,3	14,7	23,7	17,9	14,9	27,2	18,8	14,6
Chile	8,5	6,0	4,3	7,9	5,6	4,1	9,1	6,4	4,5
Colombia	15,6	11,3	8,2	14,7	10,9	8,2	16,4	11,6	8,2
Ecuador	18,1	11,6	8,1	14,4	9,5	6,4	21,8	13,8	9,8
México	17,0	12,3	9,0	13,8	9,6	6,9	20,2	15,0	10,9
Venezuela	15,1	9,9	7,0	13,3	9,1	6,7	16,9	10,8	7,3
Promedio	17,1	11,9	8,6	14,2	10,0	7,3	19,9	13,8	9,9

Fuente: Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe. Naciones Unidas, CEPAL 2000.

La tasa de fecundidad es menor en Colombia que en la mayoría de países de la región y presentó desde los años 80 el mismo comportamiento decreciente que el promedio de Latinoamérica (Cuadro 9).

En síntesis, aunque se han conseguido importantes progresos en las condiciones de vida de la población latinoamericana, y de la colombiana, en particular, el incremento de la informalidad laboral y del desempleo, originado en la recesión económica de finales de los años 90, incidió negativamente en los logros de reducción de la pobreza y la desigualdad alcanzados a principios de la década.

Cuadro 9 Tasa global de fecundidad (Número de hijos)				
País	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1995-2000
Argentina	3,2	3,0	2,8	2,6
Bolivia	5,3	5,0	4,8	4,4
Brasil	3,6	3,0	2,5	2,3
Chile	2,7	2,7	2,5	2,4
Colombia	3,7	3,2	3,0	2,8
Ecuador	4,7	4,0	3,5	3,1
México	4,2	3,6	3,1	2,8
Venezuela	4,0	3,6	3,3	3,0
Promedio	3,9	3,5	3,2	2,9
Fuente: Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe. Naciones Unidas, CEPAL 2000.				

1. Esquema operativo de la política monetaria

Con base en la evaluación periódica de la situación inflacionaria, la JDBR define la franja de tasas de interés de intervención de las operaciones de mercado abierto (OMA) del Banco de la República. A estas tasas, el Banco ofrece liquidez primaria estableciendo cupos para las subastas diarias de operaciones de expansión y contracción. Dichos cupos se fijan teniendo en cuenta el comportamiento esperado de la oferta y la demanda de liquidez, de acuerdo con la línea de referencia de la base monetaria y las estimaciones de demanda de reserva del sistema financiero para cumplir con sus requerimientos de encaje.

La franja de tasas de referencia de intervención que emplea el Banco de la República, en el marco de la operatividad de la política monetaria, fluctúa entre: i) la tasa máxima a la que el Banco está dispuesto a suministrar recursos a la economía en cualquier cuantía, conocida como “lombarda” de expansión (ventanilla de expansión); ii) la tasa mínima para el suministro de liquidez al mercado mediante el mecanismo de subasta de expansión; iii) la tasa máxima a la cual el Banco está dispuesto a recibir recursos del mercado mediante el mecanismo de subasta de contracción, y iv) la tasa mínima a la cual se reciben recursos del mercado en cantidades ilimitadas, conocida como “lombarda” de contracción (ventanilla de contracción).

Mediante la Resolución Interna 1 del 18 de enero de 2001, la Junta Directiva introdujo algunas modificaciones y precisó el esquema operativo para determinar el suministro de los requerimientos netos de liquidez de la economía. En particular, se delegó al Comité de Intervención Monetaria y Cambiaria (CIMC) la tarea de fijar directamente los cupos de expansión y de contracción coherentes con la línea de referencia de la base monetaria²⁴. Al mismo tiempo, se creó el Comité Operativo Interno (COI) con la función expresa de velar por el cumplimiento del suministro neto de liquidez definido por el CIMC y se facultó al COI para modificar los cupos de liquidez definidos por el CIMC sólo si se presentan cambios no previstos en las proyecciones de oferta de base monetaria²⁵. De esta manera, el COI tiene una función monetaria pasiva y en el ejercicio de sus funciones no altera la postura de la política monetaria²⁶.

Las decisiones de la política monetaria se sustentan, entonces, en la operación de un mecanismo que le facilita interpretar y separar efectivamente los choques de corto y largo plazo que afectan la demanda y oferta de base monetaria. De esta forma no deben producirse fluctuaciones sustantivas

²⁴ El CIMC está integrado por el Ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado; el Gerente General del Banco de la República, y los miembros de dedicación exclusiva de la Junta Directiva del Banco.

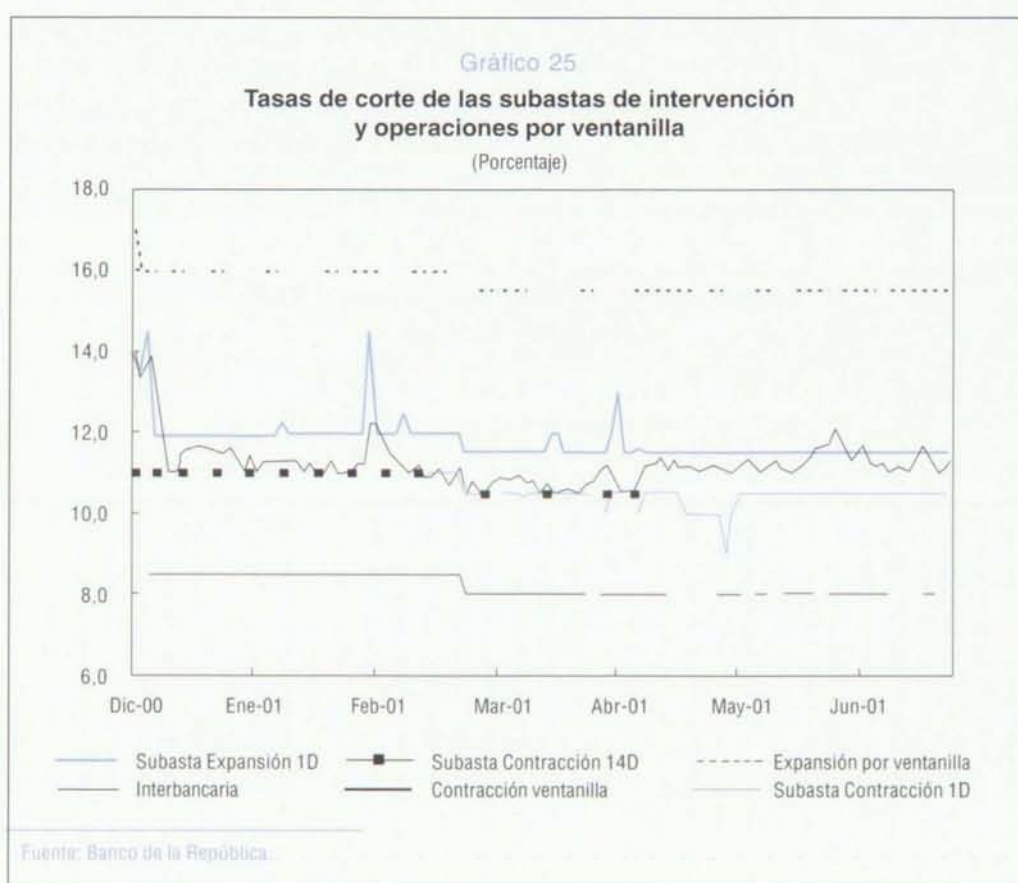
²⁵ El COI está conformado por el Gerente Técnico del Banco de la República, el Subgerente de Estudios Económicos y el Subgerente Monetario y de Reservas.

El anterior esquema operativo se refuerza y complementa con una actualización permanente de las estimaciones de efectivo y reserva en la medida que se van conociendo los datos observados. Los modelos econométricos para estimar la demanda de efectivo en el corto plazo actualizados con los datos observados y las estimaciones de la demanda de reserva bancaria con base en los pasivos sujetos a encaje observados dos semanas atrás permiten una estimación de la demanda de base monetaria más precisa que la implícita en la línea de referencia.

²⁶ Antes de este cambio operativo, la Junta Directiva asignaba directamente los cupos de expansión o contracción y autorizaba al Comité de Intervención Monetaria y Cambiaria (CIMC) para modificarlos si se presentaban desviaciones significativas en las proyecciones.

de la tasa interbancaria de corto plazo que se busca mantener en un nivel coherente con el logro de las metas de inflación anunciadas.

La evolución de la inflación, el logro de la meta para 2001 y la estabilidad de la tasa de interés interbancaria observada durante el primer semestre del año señalan que la conducción de la política monetaria bajo el nuevo esquema operativo ha logrado sus propósitos (Gráfico 25). Sin embargo, este logro no estuvo exento de dificultades por cuanto a comienzos de 2001, la Junta Directiva enfrentó choques en la demanda de base monetaria relacionados con las variaciones en el impuesto a las transacciones financieras.

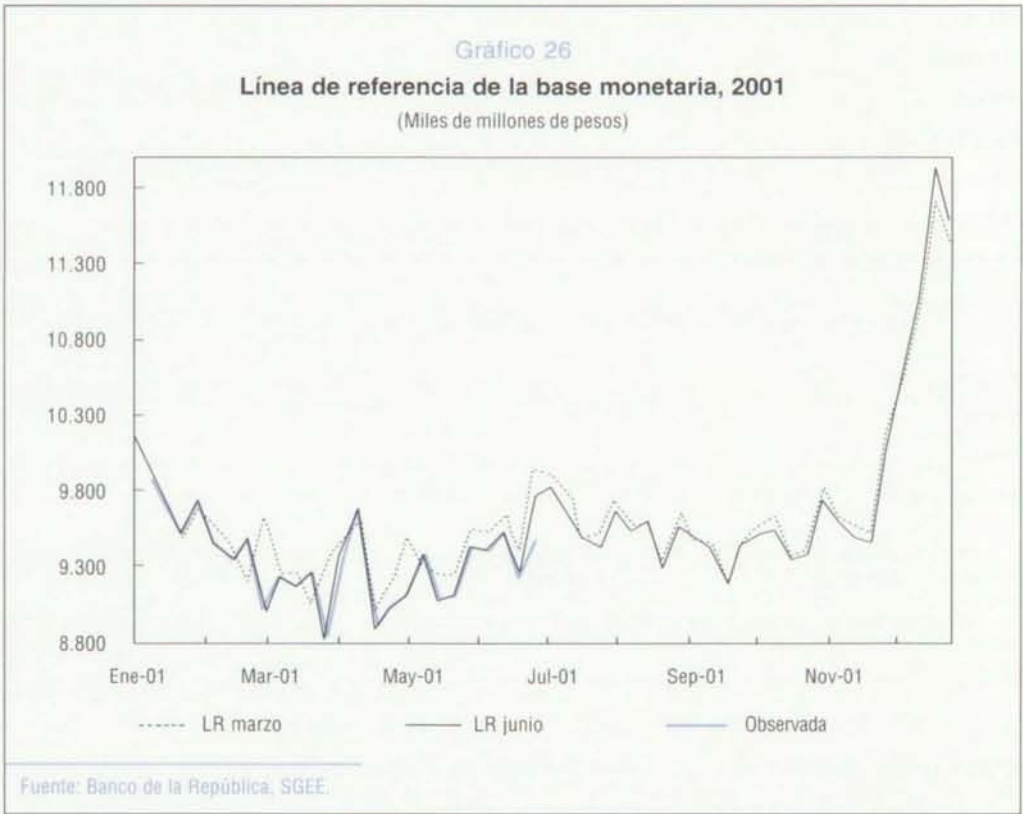


a. Revisión de la línea de referencia de la base monetaria

En marzo del presente año, la JDDBR, con carácter preliminar, adoptó una nueva línea de referencia para la base monetaria en 2001. La nueva estimación incorporó los cambios en el comportamiento de la demanda de efectivo ocasionados por el aumento en el impuesto a las

transacciones financieras a tres por mil de comienzos de año y corrigió la estimación de M3, por cuanto el supuesto inicial de velocidad constante para este agregado no se estaba cumpliendo²⁷.

La expedición de la norma que, desde mediados de marzo, eximió del pago del impuesto del tres por mil a los retiros de algunas cuentas de ahorro en entidades hipotecarias hasta por un monto de \$3,9 m mensuales afectó de nuevo el comportamiento tanto del efectivo en poder del público como de la base monetaria. Esto explica que ambos agregados se ubicaran en los últimos meses, por debajo del nivel estimado en la línea de referencia adoptada en marzo. Este factor, sumado a la revisión de las estadísticas y de la senda esperada de M3, motivó una nueva estimación de la línea de referencia de la base monetaria, aprobada por la Junta Directiva del Banco, el pasado 28 de junio. Dicha línea se aprecia en el Gráfico 26 y exhibe una tasa de crecimiento promedio anual de 16,9%, y de 8,1% al finalizar el año. La JDBR continuamente examina el

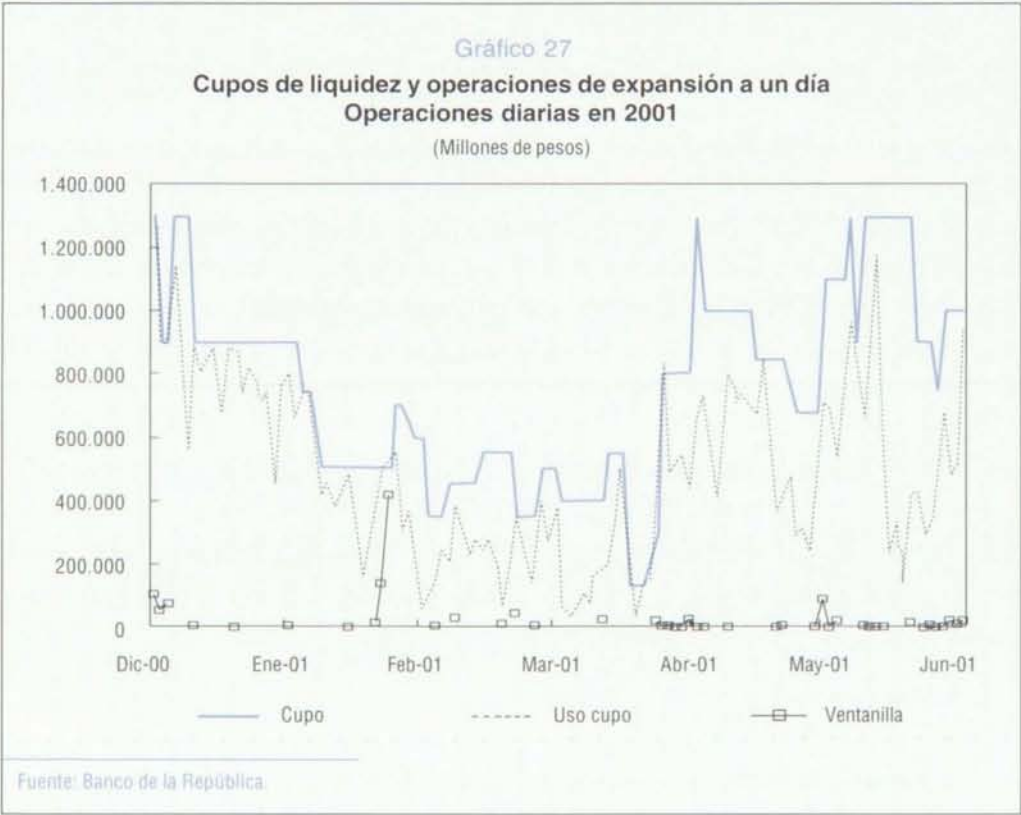


²⁷ Como resultado de la revisión se estimó que la base, el M3 y el efectivo registrarían, respectivamente, tasas de crecimiento de 17,6%, 5,3% y 24,2% promedio anual y 6,9%, 7,8% y 14,2% a fin de año.

comportamiento de la demanda de base monetaria y evalúa la coherencia de su línea de referencia con el logro de las metas de inflación.

b. Evolución de la intervención en el mercado monetario

En la mayor parte del año en curso las subastas de expansión se han realizado a la tasa mínima de expansión y solamente en episodios muy aislados la tasa de corte de la subasta ha estado por encima de este piso. Adicionalmente, las transacciones por ventanilla han sido esporádicas y en unos montos marginales (Gráfico 27). El mecanismo general de suministro de liquidez por parte del Banco de la República permitió que la tasa de interés interbancaria fuera muy estable y fluctuara entre la máxima de la subasta de contracción y la mínima de la subasta de expansión (Gráfico 25).



2. Agregados monetarios

Las decisiones en materia de cupos y tasas de intervención adoptadas por la JDBR se reflejaron en el comportamiento de los agregados monetarios, como se describe a continuación.

a. Base monetaria

Desde febrero de 2001 la tasa de crecimiento anual del promedio mensual de la base monetaria presentó una tendencia al descenso al pasar de un máximo de 24,1% en enero a 15,4% en junio. El alza de enero, frente al 17,1% registrado en diciembre de 2000, se produjo debido al incremento de la demanda de efectivo propiciado por el aumento en la tarifa del impuesto a las transacciones financieras de dos a tres por mil. La tasa de crecimiento anual del efectivo se elevó de 26,7% en diciembre de 2000 a 32,7% en enero de 2001. Una vez establecidas algunas exenciones a este impuesto, en el mes de marzo, el crecimiento de la demanda de efectivo evolucionó a la baja y registró en junio 19,9%.

El comportamiento de la demanda de reserva a comienzos del año reflejó unos niveles altos de sobreencaje del sistema financiero. Este sobreencaje estuvo asociado con la cautela con la cual los establecimientos de crédito manejaron su reserva bancaria, en respuesta a la extensión del impuesto a las transacciones sobre los retiros de efectivo que hacen los intermediarios financieros de sus cuentas corrientes en el Banco de la República. Recientemente, los niveles de sobreencaje han disminuido, lo cual podría explicarse por la posibilidad que el Banco de la República otorgó al sistema financiero, a partir de abril, de extender los REPO "intradía" y de cubrir faltantes en sus cuentas de depósito en el Banco de la República a través de operaciones REPO semiautomáticas.

En la última semana de junio, la base monetaria registró un crecimiento anual de 13,2% y se ubicó \$297 miles de millones (mm) por debajo de la línea de referencia revisada. Esto se explica fundamentalmente por la menor demanda de efectivo, cuya tasa de crecimiento promedio anual pasó de 24,1% en mayo a 19,9% en junio (Cuadro 13).

b. Medios de pago (M1)

En lo corrido del año, la tasa de crecimiento anual del promedio mensual de M1 bajó de 32,1% en diciembre de 2000 a 13,8% en mayo y 10,2% en junio. Este comportamiento se explica por la disminución en la tasa de crecimiento anual de las cuentas corrientes, que pasó de un promedio de 36,7% en diciembre de 2000 a 6,1% en mayo y 2,7% en junio. El comportamiento indica que el ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes tendió a normalizarse después que la reforma tributaria

Cuadro 13
Base monetaria, efectivo y reserva observados
(Miles de millones de pesos)

	Base monetaria			Efectivo			Reserva		
	2000	2001	Var %	2000	2001	Var %	2000	2001	Var %
05-Ene	8.091	10.157	25,5	5.420	7.100	31,0	2.670	3.058	14,5
12-Ene	8.045	9.895	23,0	5.085	6.780	33,3	2.960	3.116	5,3
19-Ene	7.620	9.669	26,9	4.896	6.627	35,4	2.725	3.042	11,7
26-Ene	7.817	9.517	21,7	4.881	6.473	32,6	2.935	3.043	3,7
02-Feb	7.639	9.724	27,3	5.064	6.670	31,7	2.575	3.054	18,6
09-Feb	7.599	9.460	24,5	4.857	6.499	33,8	2.743	2.960	7,9
16-Feb	7.765	9.359	20,5	4.792	6.384	33,2	2.972	2.976	0,1
23-Feb	7.704	9.488	23,2	4.719	6.176	30,9	2.985	3.312	10,9
02-Mar	7.676	9.013	17,4	5.010	6.493	29,6	2.666	2.520	(5,5)
09-Mar	7.535	9.236	22,6	4.860	6.345	30,5	2.675	2.891	8,1
16-Mar	7.640	9.177	20,1	4.878	6.267	28,5	2.762	2.910	5,4
23-Mar	7.797	9.268	18,9	4.719	6.104	29,4	3.078	3.164	2,8
30-Mar	7.132	8.819	23,6	4.922	6.263	27,3	2.210	2.556	15,6
06-Abr	7.821	9.364	19,7	5.017	6.448	28,5	2.803	2.916	4,0
13-Abr	7.812	9.668	23,8	4.939	6.380	29,2	2.873	3.289	14,5
20-Abr	8.167	8.917	9,2	4.959	6.105	23,1	3.208	2.812	(12,3)
27-Abr	7.436	9.045	21,6	4.912	6.167	25,6	2.524	2.877	14,0
04-May	7.931	9.124	15,0	5.095	6.422	26,1	2.836	2.702	(4,7)
11-May	7.769	9.386	20,8	4.995	6.289	25,9	2.774	3.097	11,6
18-May	8.058	9.095	12,9	4.945	6.181	25,0	3.113	2.914	(6,4)
25-May	7.519	9.116	21,2	4.962	6.162	24,2	2.556	2.954	15,5
01-Jun	8.003	9.433	17,9	5.352	6.413	19,8	2.651	3.021	13,9
08-Jun	8.002	9.409	17,6	5.240	6.354	21,3	2.762	3.055	10,6
15-Jun	8.264	9.521	15,2	5.312	6.381	20,1	2.952	3.141	6,4
22-Jun	7.963	9.221	15,8	5.227	6.296	20,5	2.736	2.925	6,9
29-Jun	8.369	9.477	13,2	5.517	6.506	17,9	2.852	2.971	4,2
Promedio	7.814	9.368	20,0	5.022	6.396	27,5	2.792	2.972	6,8

Fuente: Banco de la República.

de diciembre de 2000 eliminó el impuesto a las transacciones financieras a los traslados entre cuentas de un mismo usuario (Gráfico 28).

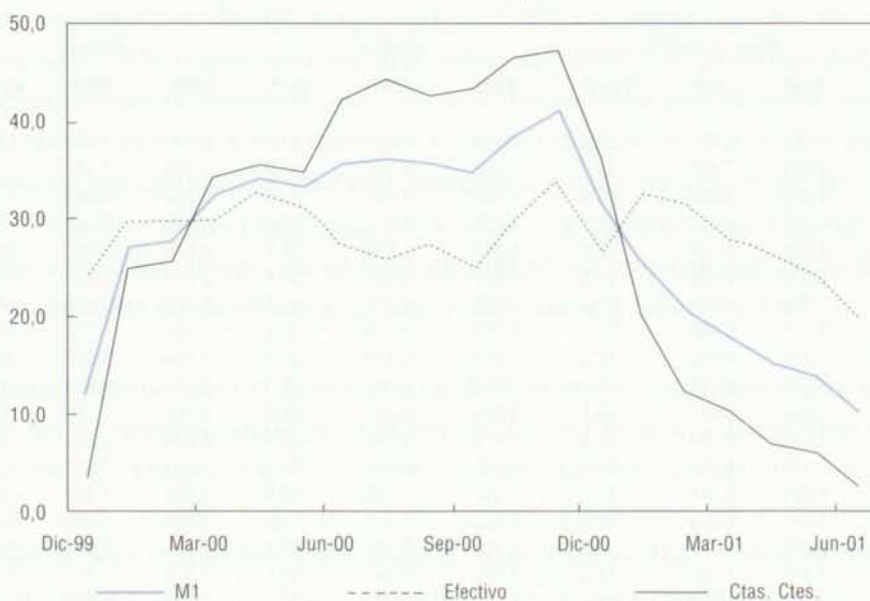
c. Agregado monetario ampliado (M3)

La tasa de crecimiento anual del promedio mensual del agregado monetario ampliado, M3, tuvo una apreciable recuperación en el semestre, al pasar de 2,8% en enero a niveles de alrededor del 6,0% entre febrero y junio (Gráfico 29). Esta tendencia estaría indicando que algunos de los factores que lo mantuvieron tan deprimido en 2000, comentados ampliamente en el pasado informe, han comenzado a superarse. Entre ellos, se destaca la reducción del margen financiero entre activos en moneda extranjera y moneda nacional y el menor ritmo de creci-

Gráfico 28

M1 y sus componentes

(Tasa de crecimiento anual del saldo promedio mensual)

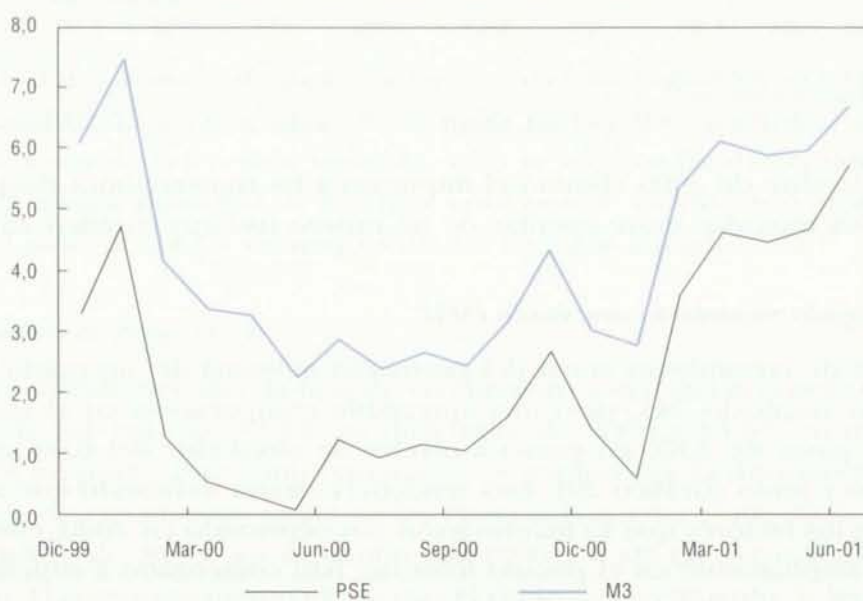


Fuente: Banco de la República, SGEE.

Gráfico 29

M3 y PSE

(Tasa de crecimiento anual del saldo promedio mensual)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

miento de la oferta neta de títulos de deuda pública (TES) por parte del gobierno, y consiguientemente la mayor canalización de recursos hacia el sector financiero. En efecto, como se puede observar en el Cuadro 14, el ritmo de crecimiento anual de los TES dentro del portafolio financiero de la economía se redujo de 41,8% a 24,3% y la cartera de los bancos comerciales aumentó su ritmo de crecimiento anual de 4,3% en diciembre de 2000 a 7,0% en junio de 2001. Aunque la presión de los TES sobre la estructura del portafolio financiero de la economía se ha atenuado, su nivel de crecimiento continúa siendo muy alto, lo que posiblemente ha impedido un mayor dinamismo de M3 y del crédito.

A pesar de lo anterior, un factor que incide en el lento crecimiento de M3 durante este período es la tendencia del sector privado no financiero a incrementar su tenencia de activos en el exterior. De acuerdo con la balanza de pagos, se estima que el saldo de la inversión de cartera en el exterior de dicho sector, se habría elevado en US\$338 m en el primer trimestre de 2001.

En síntesis, aunque el crecimiento del agregado M3 se ha elevado, se requiere que los agentes mantengan la confianza en el proceso de saneamiento del sector financiero y que el sector público profundice su ajuste fiscal. En la medida en la cual el gobierno disminuya sus necesidades de financiamiento interno mediante la reducción del déficit y obtenga un financiamiento externo adecuado, la adquisición de títulos de deuda pública, que actualmente absorbe una parte importante de portafolio de los sectores financiero y privado, dejará de ser una alternativa tan atractiva y accesible. Esto permitirá canalizar la demanda de activos financieros del sector privado hacia el sistema financiero y recomponer la estructura de los activos del sistema financiero hacia el crédito.

3. Tasas de interés

Como se explicó en la sección 1, la política monetaria de la JDBR afecta directamente la tasa de interés interbancaria, y de manera indirecta, las tasas de captación, de TES y de crédito.

En lo corrido del presente año, la tasa nominal de interés de captación medida por la de depósito a término fijo a 90 días (DTF), se redujo en 0,6 puntos porcentuales al pasar de 13,3% en diciembre de 2000 a 12,7% en junio de 2001²⁸. La tasa real de captación se incrementó en el mismo

²⁸ Tasa promedio mensual ponderada por el monto captado de los CDT con plazo a 90 días del sistema financiero.

Cuadro 14
Crédito total y portafolio financiero
(Miles de millones de pesos)

	Saldo a Dic-30 2000	Saldo a Jun-29 2001	Variación anual	
			Diciembre %	Junio %
I. CRÉDITO TOTAL 1/	48.368	48.073	(8,6)	(2,7)
Bancos comerciales	22.620	23.102	4,3	7,0
Bancos hipotecarios	16.217	15.634	(23,6)	(14,6)
Corfinancieras	7.964	7.764	(2,3)	(1,1)
Cías. de financiamiento comercial	1.319	1.326	(9,7)	(4,7)
Cooperativas	75	73	34,8	65,4
Entidades en liquidación	174	174	(52,3)	(28,9)
II. PORTAFOLIO FINANCIERO TOTAL 2/	91.137	93.558	12,2	12,0
A. Sector financiero	62.817	63.310	2,5	7,0
Medios de pago ampliados - M3	62.276	62.838	2,8	7,1
Medios de pago - M1	16.721	14.107	30,5	10,9
Cuasidineros	39.458	42.755	(3,4)	6,2
Otros pasivos sujetos a encaje 3/	3.691	3.869	8,0	36,4
Bonos	2.128	1.852	(26,7)	(25,2)
Bancos comerciales	218	98	(26,8)	(59,9)
Bancos hipotecarios	1.211	1.134	(25,2)	(15,3)
Corfinancieras	501	491	(16,4)	(17,6)
Cías. de financiamiento comercial	197	128	(49,1)	(56,8)
Depósitos restringidos	278	255	(52,2)	(34,1)
Aceptaciones bancarias en circulación	55	35	(14,7)	(18,1)
Certificados eléctricos valorizables	55	0	(86,0)	(99,8)
Títulos de ahorro FEN	430	436	68,5	63,6
Otros activos financieros 4/	1	1	0,0	0,0
B. Sector público	28.320	30.248	41,8	24,3
TES	19.457	20.635	16,2	15,7
TES B denominados en M/E	2.050	2.002	31,3	28,3
TES B UVR	4.973	5.538	199,9	64,0
TES Ley 546 de 1999 5/	1.839	2.071	...	31,5
Títulos de apoyo cafetero	2	2	(85,2)	(0,0)

1/ Incluye la cartera en M/N y M/E con los sectores público y privado.

2/ Incluye los activos financieros en poder de los sectores público y privado.

3/ Incluye depósitos fiduciarios, depósitos a la vista, REPOS con entidades no financieras y cédulas hipotecarias.

4/ Incluye TER, certificados de cambio y títulos de participación.

5/ TES emitidos por el gobierno y entregados a las entidades hipotecarias como pago por las reliquidaciones de cartera.

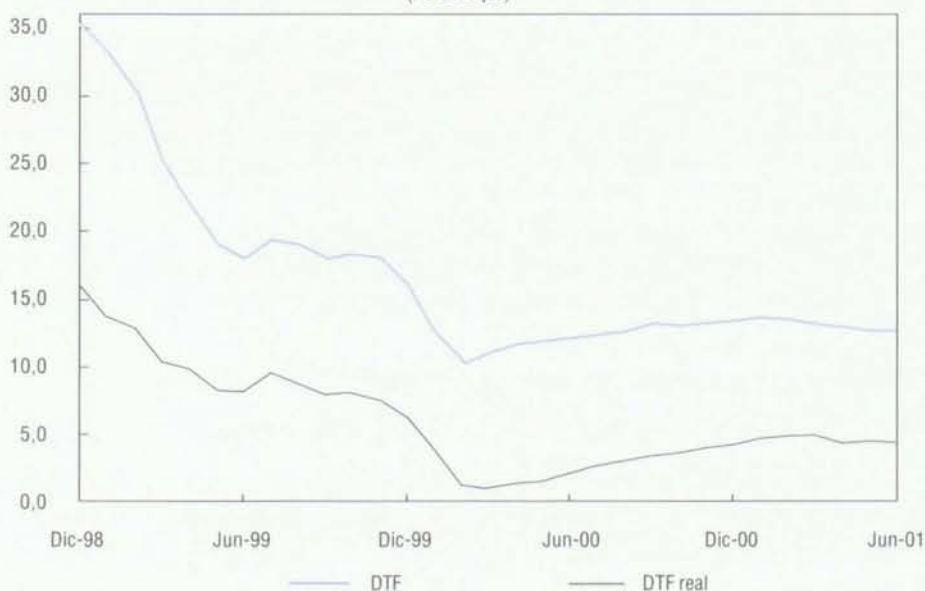
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

período en 0,3 puntos porcentuales, y se ubicó en junio del presente año en 4,4%. Este incremento se explica por la mayor caída en las tasas de inflación frente a la reducción que mostró la DTF (Gráfico 30).

Gráfico 30

Tasas de interés nominal y real de captación 1/

(Porcentajes)



1/ Deflactada con IPC.

Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

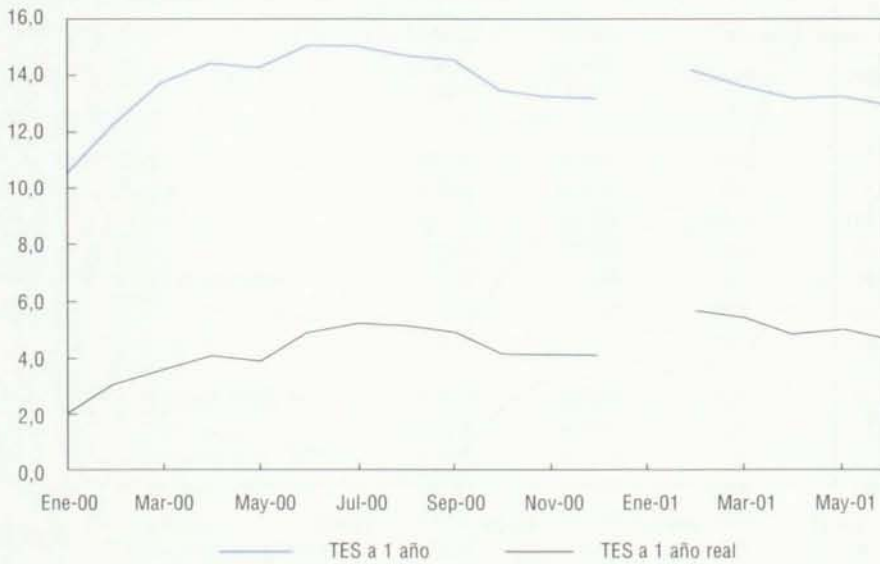
En junio de 2001 la tasa nominal y real de colocación de los TES a un año se ubicó en 12,9% y 4,6% respectivamente (Gráfico 31). Estas tasas mostraron en lo corrido del año, una tendencia similar a la registrada por la DTF, descendiendo 0,3 puntos porcentuales en términos nominales e incrementándose en 0,5 puntos porcentuales al descontar la inflación. Como se aprecia en el Gráfico 32, la diferencia entre las tasas nominales de interés de corte de las subastas de los TES a un año y la DTF, que llegó a los tres puntos porcentuales en junio de 2000, se redujo a menos de un punto en las subastas de 2001. Al comparar la tasa de los TES a un año con la de un papel de renta fija de igual maduración, CDT a 360 días, se observa que en 2001 el rendimiento anual de éste último estuvo por encima de la tasa anual de los títulos de deuda pública, situación que no se dio en la mayoría de los meses del año anterior.

La tendencia hacia la disminución de las tasas de interés de títulos TES también se observa a plazos más largos. Los TES con un plazo de tres años emitidos por el gobierno durante junio se colocaron a una tasa promedio de 15,0%, inferior a la de diciembre del año anterior, 16,0%.

Gráfico 31

Tasas de colocación nominal y real de los TES a un año 1/

(Porcentajes)



1/ Deflactada con IPC.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 32

Tasas de colocación de los TES a un año, DTF y CDT a 360 días

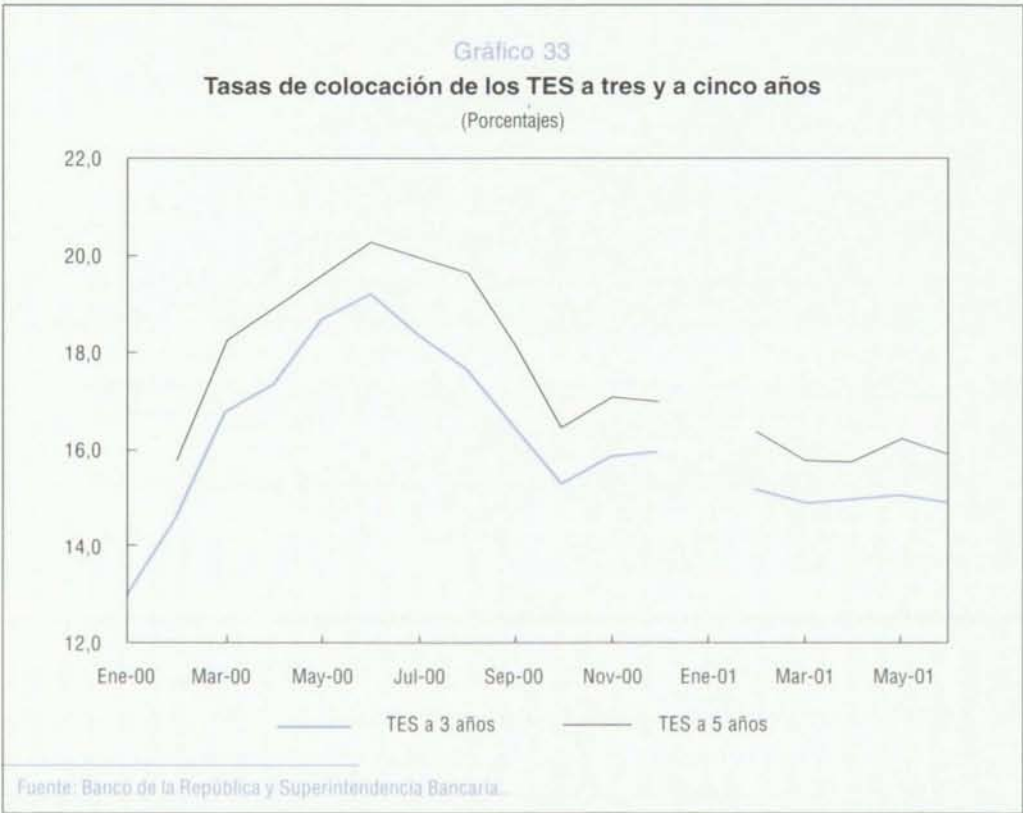
(Porcentajes)



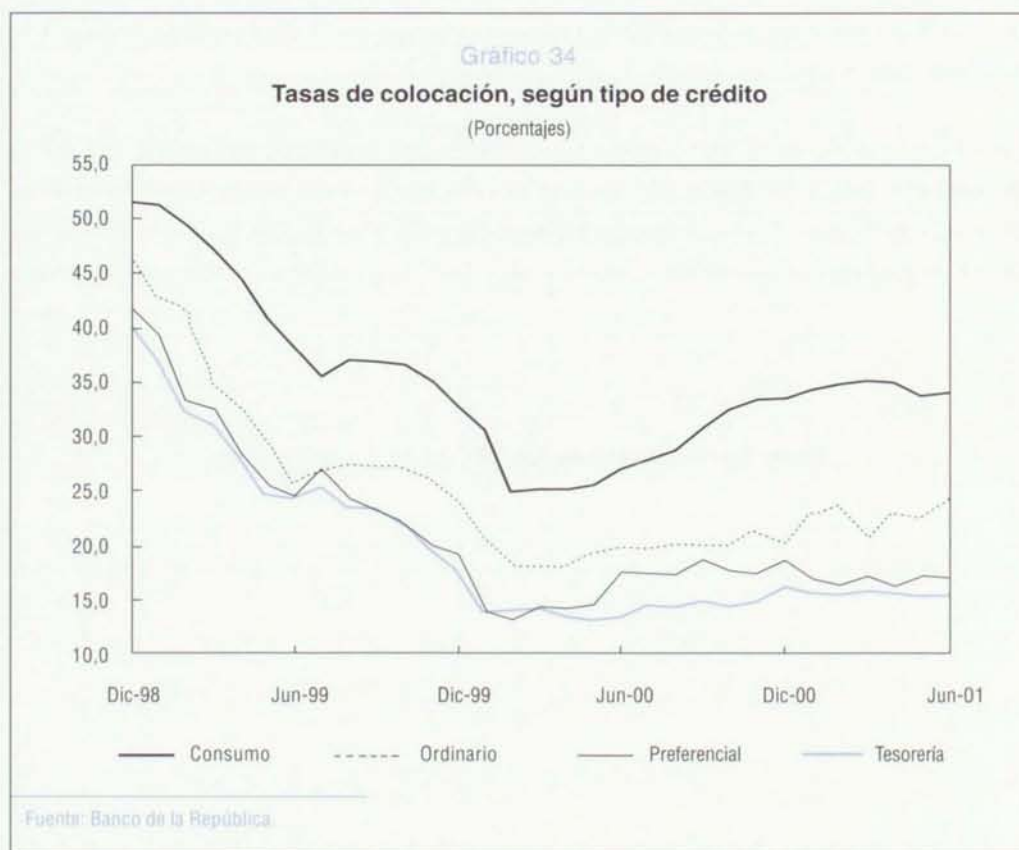
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

Los TES a cinco años se colocaron a una tasa de 15,9%, también inferior a la de diciembre de 2000, 17,0% (Gráfico 33).

En el mercado de crédito hay una importante diferenciación de las tasas de interés de colocación de acuerdo con el tipo de riesgo que enfrenta el intermediario. Los créditos ordinarios y de consumo, que en junio de 2001 registraron tasas de interés de 23,9% y 33,9% respectivamente,



incorporan una prima de riesgo superior a los de tesorería y a los preferenciales, los cuales presentaron, en su orden, tasas de 15,2% y 17,1%. El comportamiento de las tasas de interés de los préstamos, según tipo de crédito, también es diferente. En el primer semestre del año las tasas de consumo y ordinario se incrementaron en 0,4 y 3,5 puntos porcentuales, respectivamente, mientras que el costo de los préstamos preferenciales se redujo en 1,5 puntos porcentuales y el de tesorería disminuyó en 0,8 puntos porcentuales (Gráfico 34). Un análisis del comportamiento reciente de los márgenes de intermediación se incluye en la sección sobre la situación del sistema financiero.



B. Mercado cambiario y política cambiaria

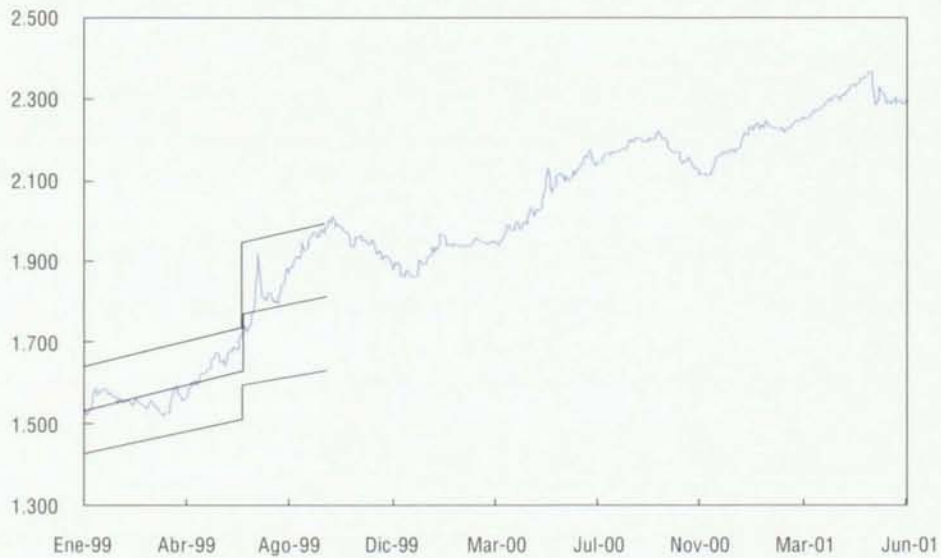
La tasa representativa del mercado (TRM) cerró el 30 de junio de 2001 en \$2.298,9, registrando una devaluación anual de 7,5% y 3,1% en lo corrido del año. El nivel de la TRM se elevó entre enero y abril, moderó su tendencia ascendente a mediados de mayo, y se mantuvo estable en el mes de junio. El promedio mensual pasó de \$2.186,2 en diciembre de 2000 a \$2.305,7 en junio (gráficos 35 y 36).

1. El mercado cambiario

El comportamiento de la tasa de cambio puede explicarse a partir del análisis de las fuentes de ingresos o egresos de divisas al mercado cambiario.

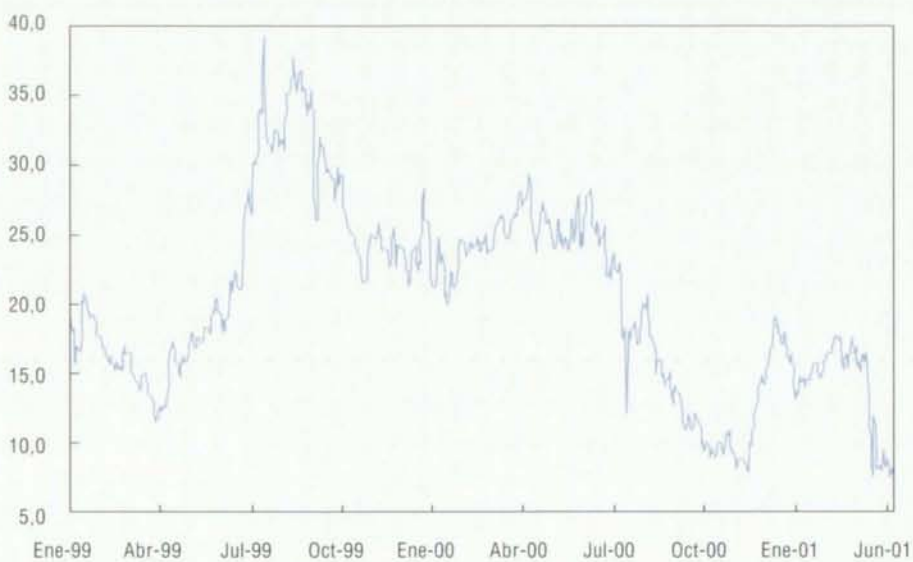
En el Cuadro 15, se presenta una estimación del exceso de demanda (signo negativo corresponde a oferta neta) de divisas en el mercado cambiario por parte de los principales agentes económicos en lo corri-

Gráfico 35
Evolución de la tasa representativa del mercado
(Pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

Gráfico 36
Devaluación nominal anual, 1999-2001
(Porcentajes)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

Cuadro 15
Demanda neta de divisas por principales agentes económicos
(Millones de dólares)

	2000	2001						
	Enero-Junio	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Acum. Junio
A. Sector real	250.5	52.5	141.9	(11.5)	(34.1)	189.9	2.2	340.9
B. Var. mensual PPC sector financiero 1/	(219.3)	160.0	(80.2)	11.5	119.1	96.6	(11.7)	295.3
C. Tesorería	(117.2)	(292.5)	(131.0)	0.0	(85.0)	(316.5)	(20.5)	(845.5)
D. Intervención Banco de la República	86.0	80.0	69.3	0.0	0.0	30.0	30.0	209.3

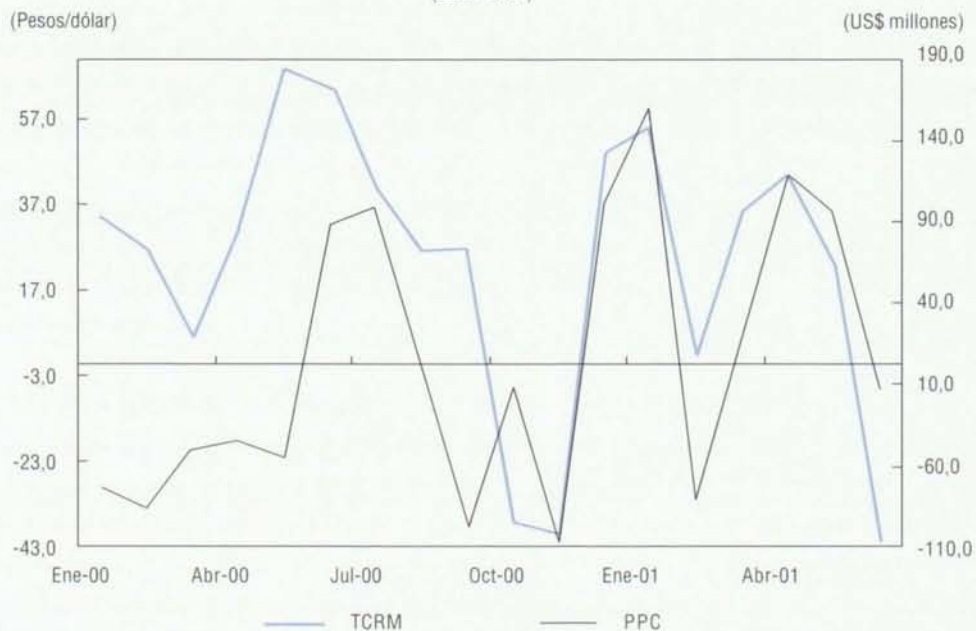
1/ Corresponde a la posición propia de contado - Superintendencia Bancaria.
Fuente: Banco de la República.

do del año hasta junio²⁹. Se observa que durante este período la demanda neta de divisas provino principalmente del sector real en un monto (US\$341 m) superior al del mismo período del año anterior (US\$251 m). Por su parte, el principal oferente de divisas fue la Tesorería, que vendió US\$846 m, cifra considerablemente superior a la del primer semestre de 2000. La magnitud de la oferta de divisas por parte de la Tesorería no sólo fue suficiente para satisfacer la demanda del sector real sino para que el sector financiero acumulara US\$295 m de posición propia de contado y el Banco de la República comprara US\$209 m, a través del mecanismo de opciones que se subasta mensualmente.

El Gráfico 37 muestra la evolución de la demanda neta de divisas del sector financiero (posición propia de contado-PPC) conjuntamente con la variación del promedio mensual de la TRM. Resulta interesante observar la estrecha relación positiva entre estas dos variables, lo cual sugiere que en el corto plazo la tasa de cambio responde en alto grado al comportamiento de los intermediarios del mercado cambiario. En particular, se observa que en lo corrido del año, la TRM tendió a depreciarse cuando ocurrieron aumentos en la PPC de los intermediarios del mercado cambiario (IMC), tal como sucedió en los meses de enero, marzo y abril. En los meses de febrero y mayo, la TRM disminuyó su ritmo de depreciación, y en junio tendió a apreciarse de manera significativa, coincidiendo con menor acumulación o desaceleración de la PPC por parte del sector financiero.

²⁹ Tasa promedio mensual ponderada por el monto captado de los CDT con plazo a 90 días del sistema financiero.

Gráfico 37
Variación mensual de la TCRM promedio
y de la posición propia de contado (PPC) del sistema financiero
(2000-2001)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

Los cambios abruptos en el comportamiento de la demanda de divisas por parte del sistema financiero están íntimamente relacionados con las expectativas de devaluación o apreciación que haya en cada momento. En particular, para los meses de mayo y junio, los factores que contribuyeron al cambio en las expectativas de devaluación por expectativas de apreciación, fueron: i) el incremento en las ventas de divisas de la Tesorería General de la Nación, las cuales totalizaron US\$316 m en el mes de mayo; ii) el anuncio sobre el éxito en la consecución de recursos para financiar la totalidad de las necesidades en moneda extranjera del gobierno para el año 2001; iii) la aprobación por parte del Banco de la República de la solicitud del gobierno de adelantar el prefondeo de recursos para el año 2002; iv) la aprobación, por parte del Congreso, del proyecto de reforma a las transferencias, y v) las medidas tomadas por la Superintendencia Bancaria destinadas a limitar la exposición al riesgo cambiario del portafolio de inversión en moneda extranjera de los fondos privados obligatorios de pensiones y cesantías, con lo cual dichos fondos se han visto obligados a vender a futuro parte del portafolio, constituyéndose así en un factor adicional de apreciación de la TRM.

2. Venta de divisas al Banco de la República: ejercicio de opciones de venta

Tal como se ha reiterado en los pasados informes, la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario no busca defender un nivel particular de la tasa de cambio, sino dos propósitos bien definidos: la acumulación de reservas internacionales y el control de los excesos de volatilidad de la tasa de cambio. Para el primer propósito, la Junta Directiva ha seguido convocando subastas de derechos de venta de divisas para acumular reservas internacionales, de conformidad con el programa macroeconómico de 2001. Para efecto del segundo propósito no ha habido intervención del Banco de la República, en la medida en que no se ha presentado una volatilidad alta de la tasa de cambio.

En lo que respecta a las opciones para acumulación de reservas (Cuadro 16), el cupo mensual se redujo de US\$100 m en la subasta para enero de 2001, a US\$75 m en la de febrero, US\$50 m en marzo y abril, y US\$30 m para los meses de mayo y junio debido a las menores necesidades de acumular reservas³⁰. Todos los meses de 2001, se ha aprobado la totalidad de los cupos subastados. En marzo y abril el mercado no ejerció esos derechos, en tanto que en enero y febrero se ejercieron parcialmente las opciones, US\$80 m y US\$69 m, respectivamente. En mayo y junio se ejercieron los cupos completos, US\$30 m.

Las primas de corte a las cuales el mercado cambiario ha estado dispuesto a ejercer las opciones de venta al Banco de la República han oscilado entre \$1.860 en enero y \$9.550 en junio por cada US\$1,000 y se han elevado permanentemente desde febrero. La prima de la subasta de junio fue la más alta desde cuando se estableció este mecanismo de compra de divisas. Lo anterior, aunado al ejercicio completo de los cupos asignados, señala el cambio de dirección de las expectativas de devaluación a partir de mayo, luego que el gobierno anunciara su intención de seguir participando activamente en la oferta de divisas del mercado cambiario doméstico.

3. La balanza cambiaria

En el Cuadro 17, se puede identificar, en una perspectiva diferente, el origen de los movimientos de divisas al examinar la evolución de la ba-

³⁰ El Banco emplea diferentes indicadores utilizados internacionalmente para estimar el nivel prudente de reservas internacionales que debe tener el país.

Cuadro 16
Subastas de opciones de venta para acumulación de reservas internacionales
(Millones de dólares)

Fecha de la subasta 1/		Monto		Cupo	Prima			Monto ejercido
		Presentado	Aprobado		Mínima	Máxima	de corte	
(Peso/miles de dólares)								
2000	Feb.	204.0	80.0	80.0	10.0	3,020.0	210.0	12.0
	Mar.	368.0	80.0	80.0	130.0	4,100.0	1,600.0	0.0
	Abr.	607.5	100.0	100.0	101.0	4,800.0	3,000.0	74.0
	May.	394.0	55.0	100.0	230.0	5,000.0	600.0	0.0
	Jun.	493.0	100.0	100.0	50.0	4,500.0	2,250.0	0.0
	Jul.	474.0	100.0	100.0	50.0	5,100.0	3,000.0	15.5
	Ago.	368.0	100.0	100.0	200.0	6,100.0	3,650.0	0.0
	Sep.	522.0	99.9	100.0	220.0	6,957.0	3,500.0	17.1
	Oct.	434.5	100.0	100.0	220.0	7,000.0	4,510.0	100.0
	Nov.	511.0	100.0	100.0	5.0	7,535.0	6,350.0	100.0
	Dic.	442.8	100.0	100.0	210.0	5,160.0	3,560.0	0.0
2001	Ene.	287.0	100.0	100.0	320.0	4,110.0	1,860.0	80.0
	Feb.	405.7	75.0	75.0	212.0	7,100.0	5,560.0	69.3
	Mar.	259.4	50.0	50.0	500.0	7,566.0	3,800.0	0.0
	Abr.	240.5	50.0	50.0	312.0	5,570.0	3,000.0	0.0
	May.	79.0	30.0	30.0	1,290.0	5,560.0	3,510.0	30.0
	Jun.	123.0	30.0	30.0	3,960.0	10,000.0	9,550.0	30.0

Nota: El monto aprobado de la subasta del 28 de abril pasó de US\$100 millones a US\$55 millones, debido al incumplimiento en el pago de la prima por parte de una entidad.

1/ La subasta de opciones se realiza el último día hábil del mes anterior.

Fuente: Banco de la República.

lanza cambiaria doméstica en lo corrido del año. En dicha balanza se contabilizan todos los movimientos de divisas que se transan a través de los IMC autorizados y el Banco de la República³¹.

La cuenta corriente de la balanza cambiaria registró hasta junio una salida de divisas de US\$845 m, US\$89 m menor que la del mismo período del año anterior. El incremento de los giros por importaciones, US\$2,446 m, frente a US\$2,175 m en el mismo período del año anterior, fue ampliamente contrarrestado por el aumento en los reintegros

³¹ De acuerdo con la Resolución 8 de 2000 de la Junta Directiva del Banco de la República, los IMC autorizados son los bancos y corporaciones financieras, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial, las cooperativas financieras, Bancoldex, la FEN, los comisionistas de bolsa y aquellas casas de cambio que hayan cumplido con los requisitos establecidos en la Resolución.

Cuadro 17
Movimientos cambiarios en los años 2000-2001
(Millones de dólares)

	2000	2001						
	Acum. Junio	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Acum. Junio
I. CUENTA CORRIENTE	(934.6)	(108.5)	(208.4)	(78.0)	(144.4)	(46.7)	(259.1)	(845.2)
Balanza comercial	(817.9)	(207.6)	(206.4)	(79.3)	(175.9)	(223.3)	(141.5)	(1,034.1)
Reintegros por exportaciones de bienes	1,357.1	206.3	198.9	322.2	208.6	242.4	233.6	1,412.0
Giros por importaciones	2,175.0	413.9	405.3	401.5	384.5	465.7	375.2	2,446.1
Balanza de servicios	(116.6)	99.1	(2.0)	1.4	31.5	176.5	(117.5)	188.9
Rendimiento neto de reservas internacionales	105.6	39.9	70.2	31.0	29.7	55.0	10.8	236.8
Otros netos	(222.2)	59.2	(72.3)	(29.7)	1.8	121.5	(128.4)	(47.8)
II. CUENTA DE CAPITAL	1,137.2	588.2	17.5	130.8	531.0	92.5	(114.3)	866.8
Capital privado	(173.9)	(69.2)	(122.5)	(119.4)	139.1	(260.4)	123.0	(309.4)
Deuda externa neta	(780.1)	(85.5)	(106.4)	(62.3)	7.6	(72.2)	10.0	(308.8)
Desembolsos	255.1	17.6	25.8	58.9	125.1	38.8	119.5	385.8
Amortizaciones	1,035.2	103.2	132.2	121.2	117.6	111.1	109.4	694.7
Operaciones cobertura	(4.3)	(2.1)	0.8	(2.1)	0.1	(1.9)	0.5	(4.6)
Inversión extranjera neta	294.0	24.4	(37.9)	19.6	137.5	(63.3)	128.5	209.0
Extranjera en Colombia	997.8	175.7	189.9	107.9	358.0	141.7	243.0	1,216.2
Colombiana en el exterior	(703.9)	(151.3)	(227.8)	(88.3)	(220.5)	(205.0)	(114.4)	(1,007.2)
Operaciones especiales	316.5	(6.0)	20.9	(74.6)	(6.0)	(123.0)	(16.2)	(204.9)
Capital oficial	852.1	586.0	(130.0)	241.3	540.0	160.1	(225.4)	1,172.1
Deuda externa neta	(611.5)	299.4	96.8	164.1	675.4	604.6	(43.7)	1,796.6
Desembolsos	381.5	366.5	193.9	203.2	1,138.5	641.7	686.2	3,230.1
Amortizaciones	993.0	67.1	97.1	39.2	463.1	37.1	729.9	1,433.5
Inversiones financieras	(4.6)	0.0	(1.9)	0.5	(9.8)	(6.3)	4.5	(12.9)
Operaciones especiales	1,468.2	286.7	(224.9)	76.7	(125.6)	(438.2)	(186.2)	(611.6)
Banco de la República	(8.9)	4.6	2.0	22.7	(20.5)	(4.9)	0.3	4.1
Variación liquidez M/E	468.0	66.7	268.0	(13.7)	(127.6)	197.6	(12.2)	378.8
1. Ejercicio de opciones Banco de la República	86.0	80.0	69.3	0.0	0.0	30.0	30.0	209.3
2. Recuperación cartera líneas externas Banco de la República	41.1	0.1	0.1	0.4	8.9	1.2	(25.2)	(14.5)
3. Otros 1/	340.9	(13.3)	198.6	(14.1)	(136.5)	166.4	(17.1)	184.0
III. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES								
DE CAJA (I+II)	202.7	479.7	(190.9)	52.8	386.6	45.7	(373.4)	400.5

1/ Variación liquidez en moneda extranjera del sistema financiero.

Fuente: Banco de la República, Balanza Cambiaria.

de divisas provenientes de exportaciones de US\$1,357 m a US\$1,412 m y por el comportamiento de la balanza de servicios. En este último rubro es importante destacar los ingresos de divisas por transferencias de colombianos en el exterior. Se estima que esos ingresos se acercaron a US\$945 m en el semestre³².

La cuenta de capital privado de la balanza cambiaria registró un saldo negativo de divisas de US\$309 m, mayor en US\$135 m que el de igual período del año anterior. Como se aprecia en el Cuadro 17, el deterioro en las cuentas del sector privado se debió principalmente al crecimiento de los giros de divisas destinados a efectuar inversión colombiana en el exterior, que en lo corrido del año hasta junio, alcanzaron US\$1,007 m. Es importante mencionar la evolución de las inversiones en moneda extranjera realizadas por los fondos privados de pensiones y de cesantías durante este período. En efecto, de acuerdo con las declaraciones de cambio reportadas al Banco de la República, los fondos de pensiones y cesantías realizaron inversiones netas en moneda extranjera por US\$659 m hasta junio, el 65,4% del total de la inversión registrada en la balanza cambiaria.

El endeudamiento externo neto del sector privado sigue siendo negativo en US\$309 m en el primer semestre del año. Sin embargo, su magnitud se redujo respecto al año anterior como resultado básicamente de la reducción en el monto de las amortizaciones. La inversión extranjera en Colombia de US\$1,216 m constituyó una fuente importante de divisas para el mercado cambiario durante el primer semestre del año.

Los ingresos netos de capital oficial de la balanza cambiaria entre enero y junio totalizaron US\$1,172 m, cifra superior en US\$320 m respecto al mismo período del año anterior³³.

El saldo de las cuentas corrientes en el exterior del sector no financiero totalizó al finalizar mayo de 2001 US\$5,844 m, US\$732 m superior al segundo trimestre del año 2000 y mayor en US\$376 m que el nivel observado en diciembre de 2000. El crecimiento en este saldo obedece, en parte, al desembolso de créditos externos destinados al Gobierno Na-

³² El ingreso de divisas de colombianos en el exterior por transferencias fue de US\$283 m y el valor de las transacciones realizadas y declaradas a través de las casas de cambio de US\$662 m.

³³ El acceso al mercado internacional de capitales ha sido favorecido por la caída en el margen de la deuda externa colombiana, la cual pasó de 796 puntos básicos en diciembre de 2000 a 443 puntos básicos a finales del mes de junio del año 2001.

cional que no han sido monetizados. Esta disponibilidad de divisas en el exterior ha influido a partir de mayo sobre el comportamiento de la tasa de cambio por considerarse una oferta potencial de divisas, lo cual ayudó a moderar el ritmo de crecimiento de la tasa de cambio nominal y generó expectativas de revaluación.

Cabe señalar, finalmente, que el comportamiento de la tasa de cambio en el segundo semestre del año estará determinado por la evolución del diferencial de rentabilidad externa frente a la interna. Este diferencial ha tendido a reducirse debido al efecto combinado de las menores expectativas de devaluación y la disminución de la tasa de interés por parte de las autoridades monetarias en los Estados Unidos.

4. Tasa de cambio real

La evolución de los indicadores del mercado cambiario y de la inflación ha tenido un impacto positivo sobre la competitividad del sector externo de la economía colombiana. Así, la presencia durante estos últimos años de devaluaciones nominales moderadas junto con tasas decrecientes de inflación ha favorecido la dinámica del sector exportador. Tradicionalmente, en Colombia se ha utilizado el índice de la tasa de cambio real (ITCR) basado en la paridad del poder adquisitivo, como un indicador de precios relativos que mide los cambios en competitividad de los productos nacionales³⁴.

Como lo muestra el Gráfico 38, el índice de tasa de cambio real (ITCR) calculado tanto con el índice de precios al consumidor (ITCR-IPC) como con el índice de precios del productor (ITCR-IPP), ha mostrado una tendencia creciente a partir de junio de 1997. Entre esa fecha y junio de 2001, los dos indicadores registraron una devaluación real de 42,6% y 34,2%, respectivamente.

Entre diciembre de 2000 y junio del presente año, el ITCR-IPC no ha cambiado significativamente (0,04%), mientras que el ITCR-IPP registró una revaluación real de 1,5%. Esta última se debe principalmente a que en lo corrido del año el incremento en los precios del productor de Colombia (6,84%) fue superior a la devaluación nominal observada para el mismo período (5,46%)³⁵.

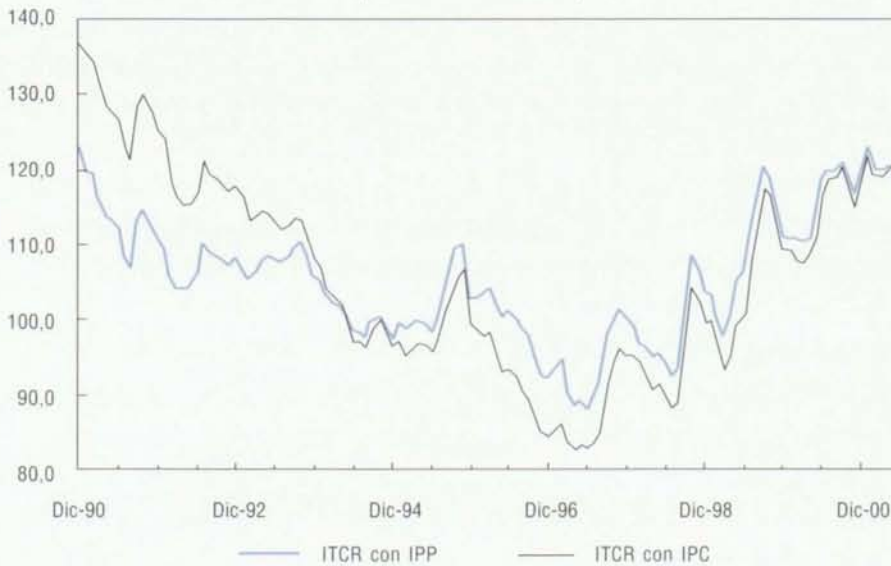
³⁴ Adicionalmente se calcula un indicador de TCR basado en la relación de precios transables y no transables de la economía doméstica.

³⁵ Medida como el cambio entre la tasa nominal promedio de junio de 2001 y diciembre de 2000.

Gráfico 38

**Índice de las tasas de cambio real de Colombia
Comercio no tradicional**

(Deflactada con IPC e IPP)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

C. Situación del sistema financiero

En 2001 continuó el proceso de recuperación del sistema financiero iniciado el año anterior. Se destaca, en particular, el resultado relacionado con la rentabilidad de la actividad. El margen de intermediación *ex post* se estabilizó en niveles cercanos a 9,0%, interrumpiéndose la tendencia del año 2000. El crédito presenta un mayor ritmo de crecimiento, especialmente el relacionado con la cartera no hipotecaria; continúa el buen comportamiento de los desembolsos del crédito ordinario y de consumo.

1. El sistema financiero continúa su fortalecimiento

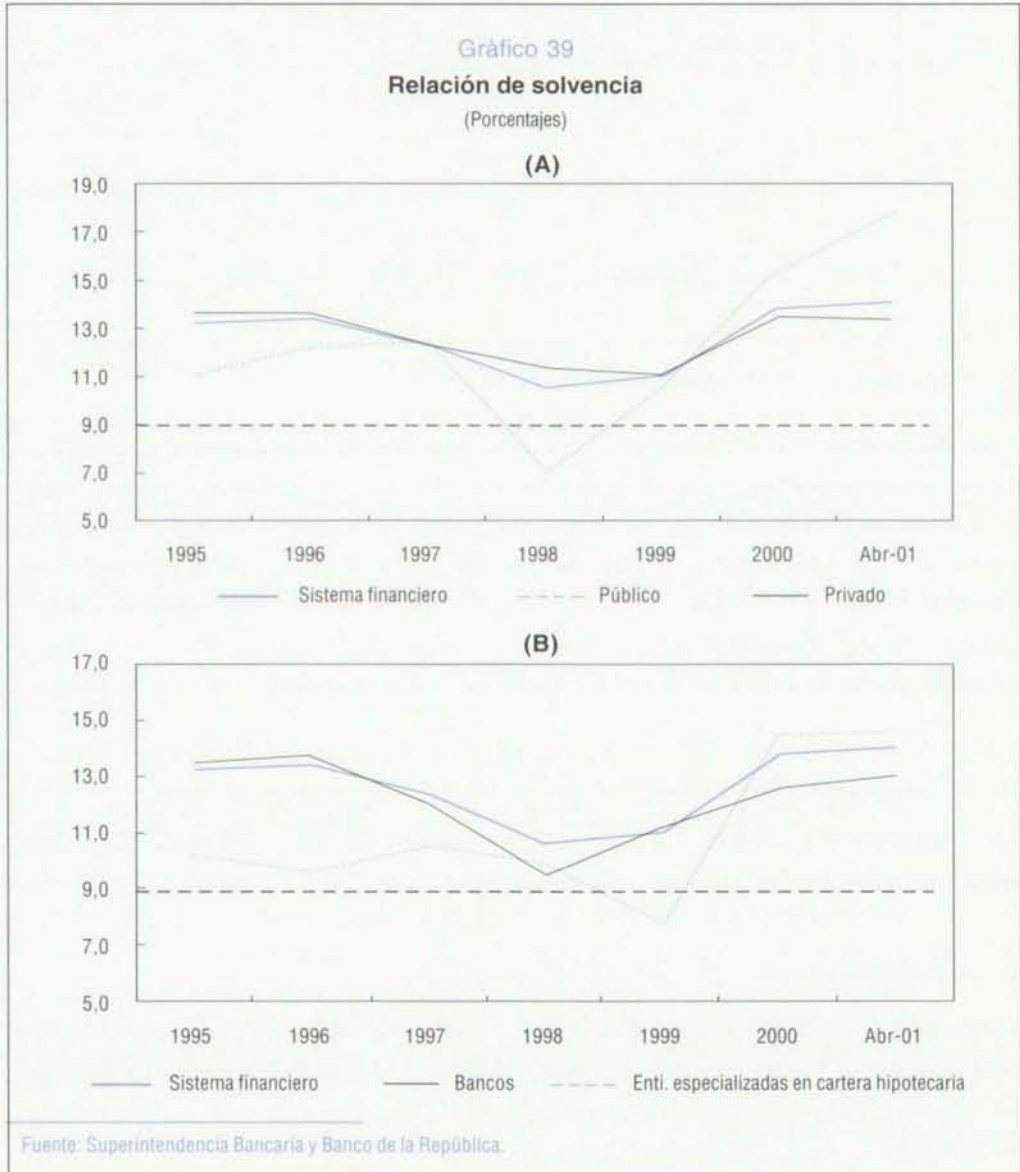
Los principales indicadores del sistema financiero reflejan una clara mejoría durante lo corrido del año 2001.

a. Solvencia³⁶

Hasta abril de 2001, el indicador de solvencia del conjunto del sistema financiero se mantuvo en un nivel similar al observado el año pasado,

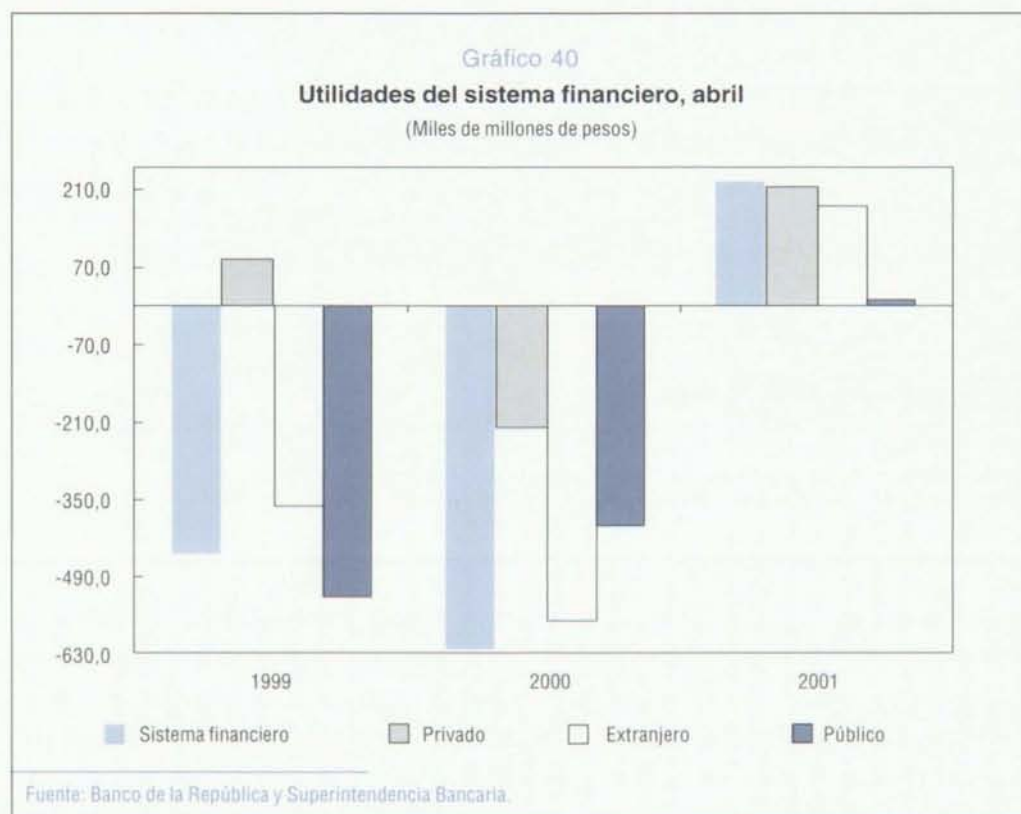
³⁶ Patrimonio técnico / Activos ponderados por riesgo.

alrededor de 14,0%. Se observó un notorio mejoramiento en la relación de solvencia del sistema financiero de carácter público, que pasó de 15,3% a 17,9% (Gráfico 39 A), un nivel muy por encima del requerimiento de capital mínimo que rige en Colombia (9,0% de los activos ponderados por riesgo). Este mejoramiento es resultado principalmente del avance del proceso de saneamiento de Bancafé, entidad que continuó eliminando de su balance operaciones en problemas con miras a su privatización. Estas operaciones de saneamiento también se reflejaron en un mejoramiento del nivel de solvencia del sistema bancario (Gráfico 39 B) toda vez que Bancafé es hoy en día el segundo banco más grande en activos, con una participación de 8,2% en los activos totales del sistema.



b. Rentabilidad

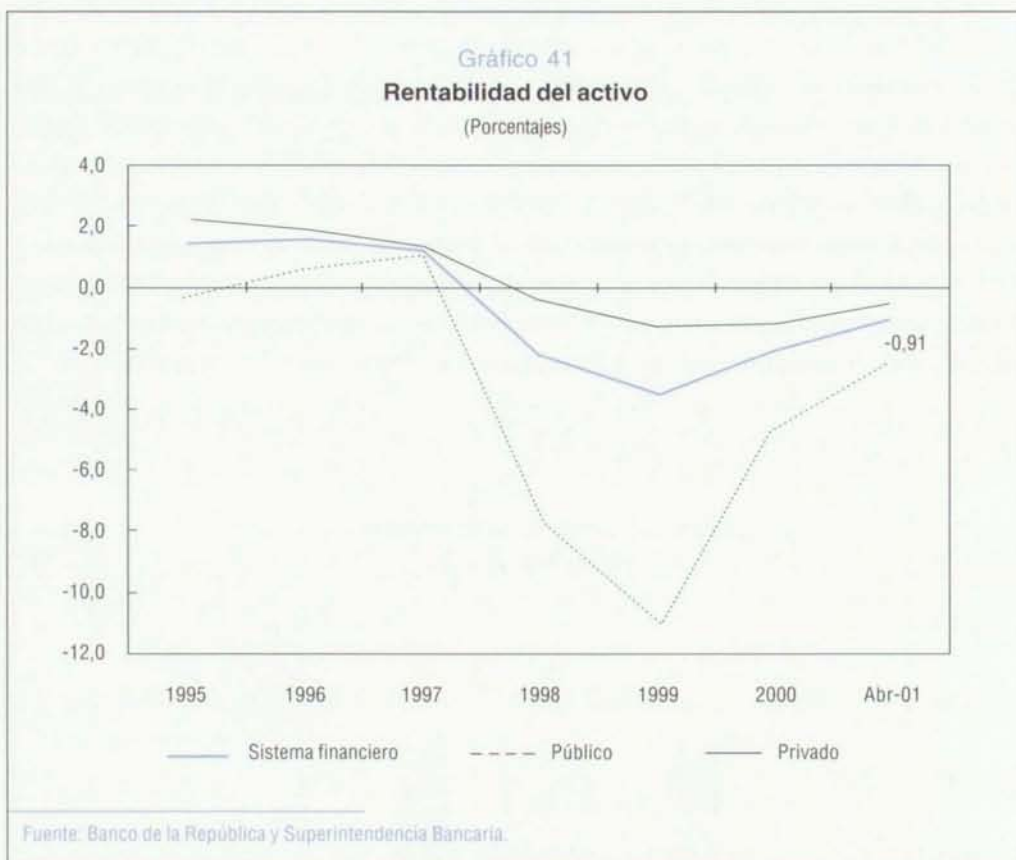
En lo corrido del año, las pérdidas del sistema financiero colombiano se redujeron considerablemente. Todos los grupos de entidades registraron mejoras importantes. Entre enero y abril de 2001 el sistema acumuló utilidades por un valor de \$224 mm (Gráfico 40). Este resultado se explica básicamente por una reducción de gastos administrativos y de los gastos por provisiones netos de recuperaciones³⁷. El sector privado nacional participa con el 71,3% de estas utilidades, siendo el sector que más recuperaciones de provisiones ha efectuado (\$325 mm).



La rentabilidad del activo, por su parte, pasó de -2,0% en diciembre de 2000 a -0,91% en abril de 2001 para el total del sistema; la del sector privado se ubicó en -0,52 y la del sector público en -2,37% (Gráfico 41)³⁸.

³⁷ Los intermediarios financieros se encuentran actualmente en un proceso de recuperación de activos improductivos, labor adelantada directamente por ellos o por entes administradores de activos improductivos. Cuando se recupera parte de estos activos, los gastos por provisiones que se realizan por los mismos, son menores.

³⁸ La rentabilidad del activo se mide como la relación entre las utilidades acumuladas durante los últimos 12 meses y el activo promedio.



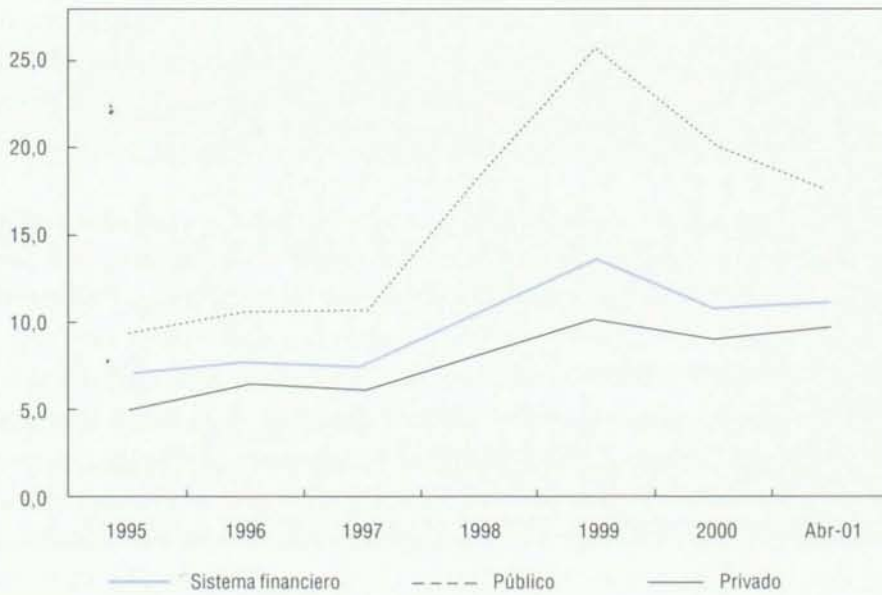
c. Calidad de los activos

La relación de cartera vencida / cartera bruta se mantiene en niveles cercanos al 11,0% (Gráfico 42) debido, fundamentalmente, a los altos niveles que presenta este indicador para el conjunto de entidades especializadas en crédito hipotecario, 22,0% en abril de 2001. La calidad de la cartera del sector financiero público mejoró al pasar de 20,2% en diciembre de 2000 a 17,5% en abril de 2001. La del sector financiero privado se mantuvo en cerca de 10,0%.

El porcentaje de activos improductivos, por su parte, también continúa alrededor del 4,0% para el total del sistema financiero. Los bancos disminuyeron su porcentaje de activos improductivos a casi la mitad de la proporción que tenían en diciembre de 2000, al pasar de 0,9% a 0,5% en abril de 2001 (Gráfico 43). Este resultado se explica, en parte, por los saneamientos de cartera que hizo Bancafé en abril de 2001 y, en parte, por la labor de recuperación de provisiones del sector financiero no hipotecario.

Gráfico 42

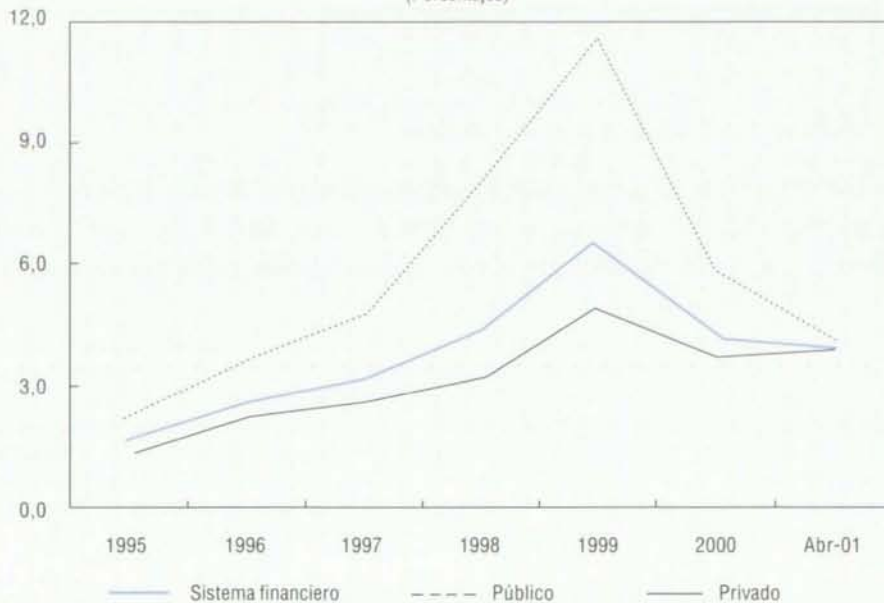
Cartera vencida / Cartera bruta
(Porcentajes)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

Gráfico 43

Porcentaje de activos improductivos
(Porcentajes)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

2. Los márgenes de intermediación

En el pasado Informe al Congreso se hizo un breve análisis comparativo del margen de intermediación *ex ante* y el margen de intermediación *ex post* en el sistema financiero colombiano. Se resaltó que durante el año 2000 el primero creció considerablemente mientras que el segundo aumentó muy poco. El resultado fue una diferencia en el nivel de los márgenes de cerca de 7,0% en diciembre de 2000.

Como se aprecia en el Gráfico 44 A, una vez se tiene en cuenta la tasa de interés de los créditos de carácter preferencial en el cálculo de la tasa de interés activa, el margen de intermediación *ex ante* llega a un nivel de 8,5% en diciembre de 2000, con una tendencia creciente que continúa hasta junio de 2001. Dicha tendencia se explica por una reactivación en el crédito ordinario (a pequeñas empresas) y de consumo (hogares y otros), los cuales tienen tasas de interés superiores a las del promedio, y por menores desembolsos de créditos de carácter preferencial (grandes empresas) frente al año anterior. Esta reactivación de crédito ordinario y de consumo contribuyó a que el margen de intermediación *ex ante* se ubicara en niveles similares a los observados a finales de 1998.

El Gráfico 44 B presenta la evolución del margen de intermediación *ex post*, calculado a partir de los estados financieros de los establecimientos de crédito³⁹. Como se puede apreciar, ese margen se mantuvo alrededor de 9,0% en los primeros cuatro meses de 2001, interrumpiendo la tendencia ascendente del año anterior⁴⁰.

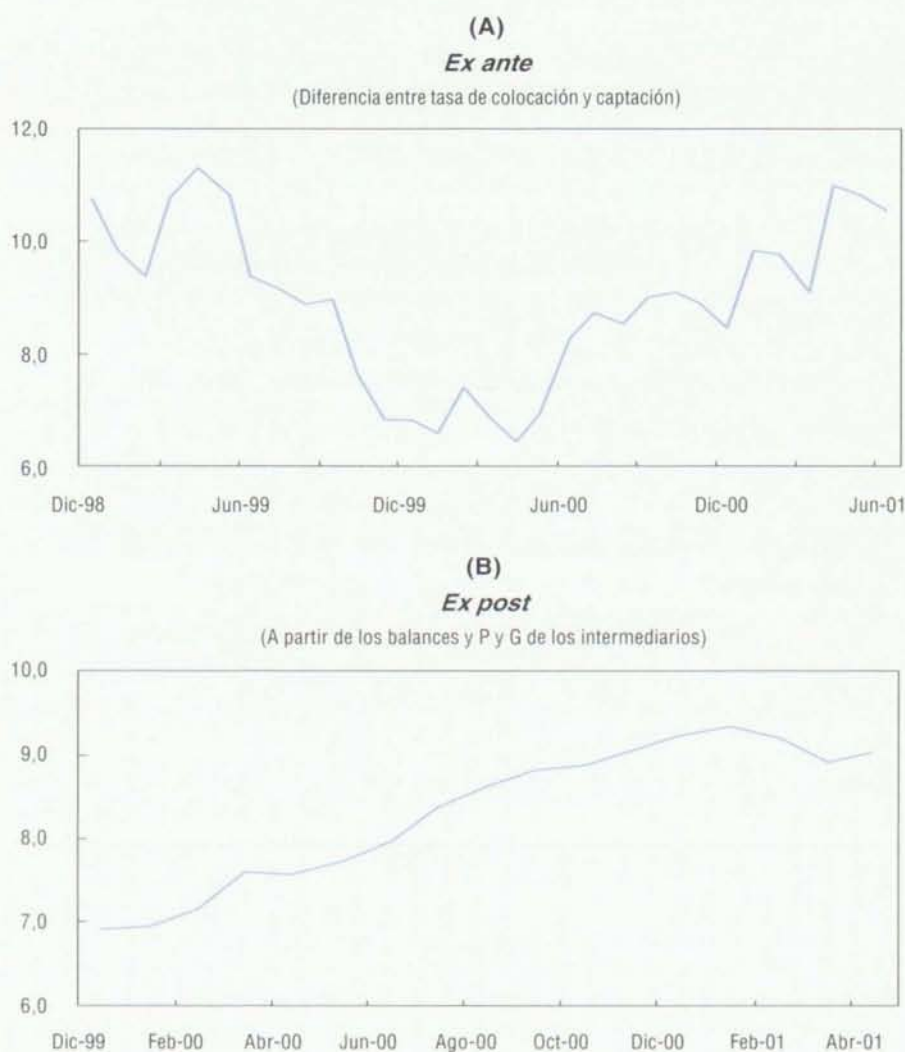
3. El crédito del sistema financiero

La cartera de créditos presentó un mayor ritmo de crecimiento, especialmente aquella de naturaleza no hipotecaria. Desde febrero de 2001 el saldo de créditos diferentes a los hipotecarios registró una tasa de

³⁹ El margen de intermediación *ex post*, se calcula a partir de los balances de los intermediarios en la siguiente manera: la tasa de rendimiento promedio de las colocaciones de crédito se calcula como la relación entre los ingresos financieros recibidos en los últimos 12 meses por concepto de intereses y descuentos por cartera de créditos (incluida la corrección monetaria) y el saldo total de la cartera bruta de créditos. El costo promedio de los depósitos y exigibilidades se calcula como la relación entre los egresos financieros pagados en los últimos 12 meses por depósitos y exigibilidades (incluida la corrección monetaria) y el saldo de los depósitos en cuenta corriente, depósitos simples, CDTs, CDATS, depósitos de ahorro y certificados de ahorro.

⁴⁰ Para un estudio detallado sobre el comportamiento de los márgenes de intermediación *ex post*, véase Michael Hanna, Ana María Loboguerrero, Adriana López y Santiago Muñoz -SGMR (junio de 2001), "Medición y evolución de los márgenes de intermediación financiera para el caso colombiano, 1996-2001".

Gráfico 44
Relación de solvencia
(Porcentajes)



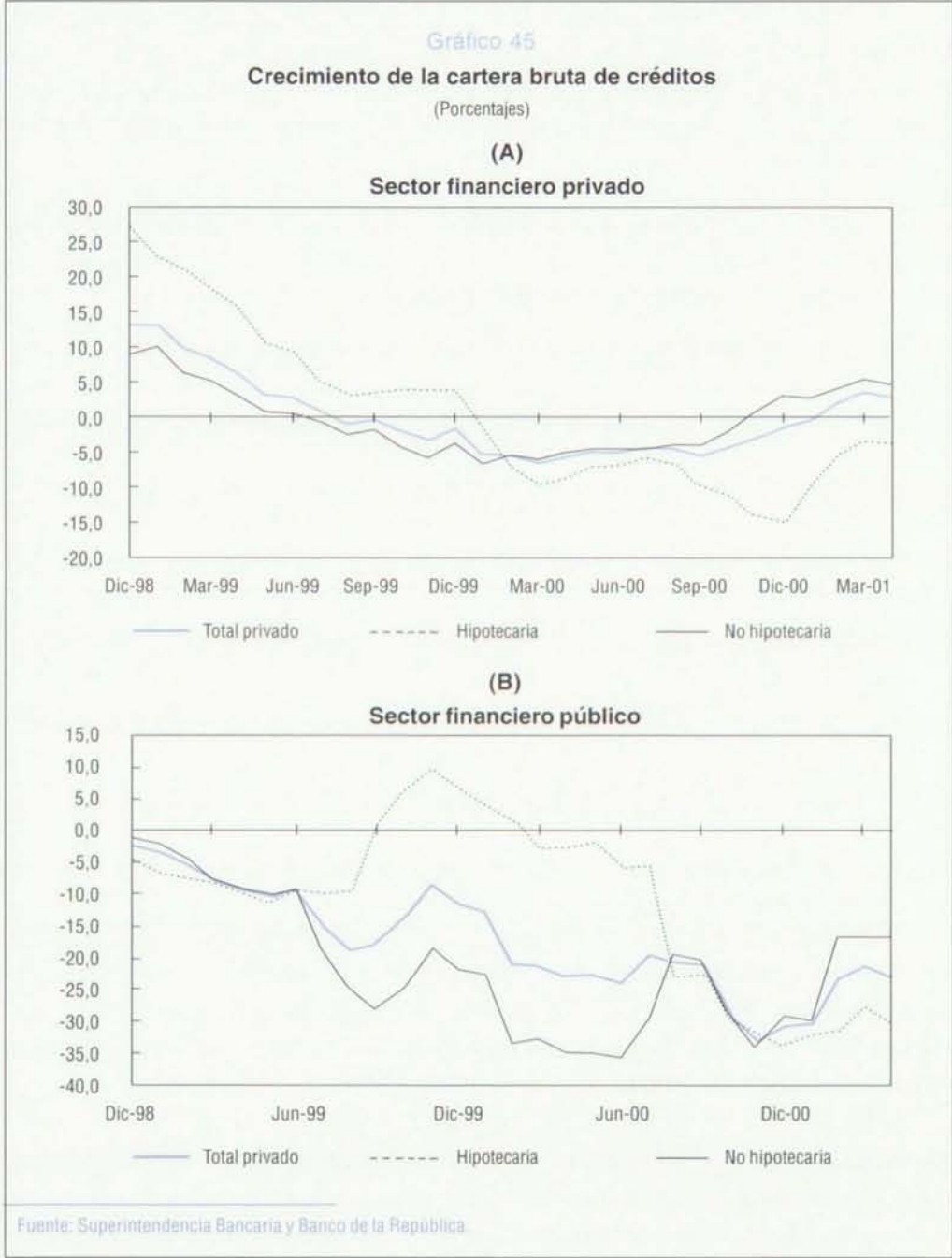
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

crecimiento anual positiva de 1,7% en el mes de abril. La cartera hipotecaria total también cambió la tendencia decreciente que presentaba hasta diciembre de 2000, aunque su tasa de crecimiento era aún negativa, -11,8%, en abril de 2001.

En el sector financiero privado el crédito está creciendo a un ritmo anual de 2,7% en abril de 2001. La cartera de créditos no hipotecaria creció un 4,7% y la hipotecaria disminuyó un 3,6% (Gráfico 45 A). En el sector

financiero público, en cambio, se observaron disminuciones importantes en el saldo de la cartera; la cartera hipotecaria cayó 30,5% y la no hipotecaria 16,7% (Gráfico 45 B).

Las tasas de crecimiento negativas en los saldos de cartera aún se encuentran afectadas por operaciones de saneamiento de activos por par-



te de los intermediarios financieros. Entre las operaciones de saneamiento más importantes realizadas hasta mayo de 2001 se encuentran las de Bancafé, que en abril hizo retiros de cartera por un valor de los \$350 mm, en la etapa final de preparación de la entidad para su privatización. De estos \$350 mm, cerca del 45,0% corresponde a cartera hipotecaria. El Cuadro 18 presenta las series de cartera bruta ajustada por este tipo de operaciones de saneamiento hasta el mes de abril. Allí se puede apreciar que, en dicho mes, el flujo de créditos en moneda nacional no estaría cayendo en un 3,3%, sino más bien incrementándose en 3,7%, porque la cartera retirada de los balances ascendió a \$10.440 mm en abril de 2001. De esta manera, el flujo de créditos a la economía empieza a responder, si bien lentamente, a la recuperación que el producto experimenta desde el año anterior.

Cuadro 18
Cartera bruta ajustada del sistema financiero
(Cartera en moneda nacional)

	Saldos (Miles de millones de pesos)				Variaciones anuales %		
	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Abr-01	Dic-99	Dic-00	Abr-01
A. Saldo de cartera bruta	46.734,9	47.230,7	44.026,6	43.550,7	1,1	(6,8)	(3,3)
B. Cartera retirada de balances	4.169,5	7.231,9	10.266,1	10.440,2	73,4	42,0	35,0
Bienes recibidos en pago	1.623,8	2.160,7	2.171,3	2.128,2	33,1	0,5	(6,4)
Castigos de cartera	1.369,1	2.840,1	4.520,1	4.250,3	107,4	59,2	30,7
Cartera en administración	930,0	1.271,3	2.565,8	3.040,9	36,7	101,8	150,5
Cartera entidades liquidadas (Caja Agraria)	0,0	709,8	709,8	709,8	0,0	0,0	0,0
Titularizaciones y ventas de cartera	246,6	250,0	299,1	311,0	1,4	19,6	8,4
C. TES Ley 546 (Reducc. de cartera Hip.)	0,0	0,0	1.879,4	2.231,1	0,0	0,0	56,7
D. Saldo cartera ajustada (A) + (B) + (C)	53.681,5	54.462,5	56.172,1	56.222,0	1,5	3,1	3,7

Fuente: Banco de la República, SGEE.

En otros países también se ha observado una respuesta rezagada del crédito real a la reactivación en la actividad económica, especialmente después de una recesión⁴¹. Este fenómeno tiene varias explicaciones. Por el lado de la oferta de crédito, es posible que no exista disponibilidad de recursos o capacidad de las entidades financieras para prestar. Caso que no parecería ser el de Colombia. Por el lado de la demanda, los hogares y las empresas inicialmente se muestran temerosos a au-

⁴¹ Véase Informe al Congreso de julio de 2000.

mentar sus niveles de gasto y endeudamiento y prefieren utilizar parte de sus ingresos para reducir su deuda. Para tratar de detectar si la caída del crédito ha obedecido más a restricciones de oferta que a un debilitamiento de la demanda, el Banco de la República realizó una encuesta a los presidentes de todos los bancos comerciales y de algunas corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial⁴².

Las preguntas se formularon con el propósito de identificar si la economía presenta las características principales de un “apretón de crédito”: i) el sistema financiero muestra una preferencia especial por instrumentos de crédito altamente líquidos y de muy bajo riesgo; ii) el sistema financiero tiene dificultad especial en la identificación de buenos clientes; iii) la aceptación o el rechazo de los préstamos se basa más en la historia de crédito del cliente que en las características financieras del proyecto; iv) los requisitos del cliente para tener acceso al crédito aumentan; v) la disponibilidad del cliente a pagar mayores tasas de interés o recibir un préstamo de menor duración no cambia la decisión de crédito de la institución financiera, y vi) los intermediarios financieros deciden reducir sus activos.

Los principales resultados de la encuesta son los siguientes. Primero, que para el 77,0% de los encuestados el evento que determinaría un cambio en la dinámica de crédito es el aumento en la actividad económica. El restante 23,0% anotó factores relacionados con la estabilidad jurídica, el tres por mil y la capitalización del sector hipotecario. Segundo, que las principales acciones que el sistema financiero ha tomado para enfrentar la crisis han sido la capitalización de las entidades y el aumento de los esfuerzos de cobro de los préstamos. La reducción de los préstamos, y la eliminación de clientes malos, no son vistas como políticas importantes para enfrentar la crisis. A la pregunta de cuáles serían los usos más probables que darían a recursos provenientes de excesos de liquidez de corto plazo, el 65,7% respondió que otorgaría algún tipo de crédito al sector real de la economía; un 14,3% compraría títulos de deuda pública y un 8,6% prestaría a otras entidades financieras.

Tomado en conjunto, se podría concluir que la confluencia de un bajo nivel de actividad económica con la percepción de un alto nivel de riesgo financiero e institucional, se han constituido en los determinantes más importantes de la evolución reciente del crédito. Los sectores más afectados parecen ser los de vivienda y agricultura, y las empresas pequeñas.

⁴² Banco de la República, Gerencia Técnica, SGMR y SGEE, (abril de 2001).

D. Política fiscal

Al cierre del primer trimestre de 2001, el sector público consolidado acumuló un déficit de \$855 mm que equivale a 0,5% del PIB anual. Este resultado se enmarca dentro de los términos del acuerdo con el FMI, en donde se estableció como meta un déficit de \$1.000 mm para este periodo. Como se observa en el Cuadro 19, el resultado fiscal del sector público proviene de la agregación de los balances del Gobierno Nacional Central, el resto del sector público no financiero, el Fogafin, los costos de la reestructuración financiera, y el resultado del Banco de la República⁴³.

Cuadro 19
Sector público consolidado, primer trimestre
Déficit (-) o Superávit (+)

	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2000	2001	2000	2001
Eléctrico	238,0	228,0	0,1	0,1
Carbocol	65,0	0,0	0,0	0,0
F.A.E.P.	410,0	238,0	0,2	0,1
Ecopetrol	607,0	701,0	0,4	0,4
Telecom	(100,0)	(112,0)	(0,1)	(0,1)
Resto de entidades 1/	(95,0)	(67,0)	(0,1)	(0,0)
Seguridad Social	482,0	129,0	0,3	0,1
Regional y Local	308,0	(156,0)	0,2	(0,1)
Fondo Nacional del Café	(1,0)	28,0	(0,0)	0,0
1. Subtotal resto del sector público	1.914,0	989,0	1,1	0,5
2. Gobierno Nacional	(1.044,0)	(1.899,0)	(0,6)	(1,0)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	870,0	(910,0)	0,5	(0,5)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	226,0	452,0	0,1	0,2
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	(171,0)	64,0	(0,1)	0,0
D. Costo de la reestructuración financiera	(163,0)	(442,0)	(0,1)	(0,2)
E. Ajustes	(22,0)	(18,9)	(0,0)	(0,0)
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	740,0	(854,9)	0,4	(0,5)

1/ Incluye EPM y Emcali.

Fuente: Confis.

Con respecto al primer trimestre del año 2000, la situación fiscal del sector público no financiero experimentó un deterioro cercano al 1,0% del PIB, como consecuencia del mayor déficit del Gobierno Nacional y

⁴³ Aunque el costo de la reestructuración del sistema financiero se presenta como un rubro aparte, su financiación la asumió el Gobierno Nacional Central.

del menor superávit del resto del sector público no financiero. Se destaca el menor superávit de la seguridad social y la reducción de los recursos canalizados al Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP).

El déficit trimestral del Gobierno Nacional ascendió a \$1.899 mm, equivalente al 1,0% del PIB anual. Frente al mismo período del año anterior, los ingresos crecieron 12,6% y los gastos 14,8%. Entre los ingresos es necesario destacar la dinámica del recaudo de los impuestos de gasolina, de transacciones financieras y de IVA externo, cuyos crecimientos alcanzaron 45,9%, 40,7% y 35,4%, respectivamente. El significativo crecimiento del recaudo del impuesto a la gasolina tiene origen en el hecho de que a partir de 2001 las contribuciones para la descentralización, y la de hidrocarburos empezaron a contabilizarse bajo este rubro⁴⁴. En el caso del impuesto sobre las transacciones financieras, se destaca el aumento de un punto en la tarifa del tributo y los esfuerzos de la Dirección de Impuestos para lograr un mayor control sobre la base gravable (Cuadro 20).

Los impuestos de renta, IVA interno y aduanas presentaron rezagos de ejecución respecto a la meta de recaudo establecida por la DIAN por lo cual su crecimiento sólo alcanzó niveles de 3,0%, 16,5% y 20,4%, respectivamente. El lento crecimiento del impuesto sobre la renta está asociado con las dificultades observadas en la ejecución de la reforma tributaria y con los problemas de comparación generados por la reducción en el año 2000 del número de días que los bancos pueden mantener el recaudo por impuestos antes de realizar su traslado a la cuenta de la Tesorería General⁴⁵. Los problemas en la ejecución de la reforma fueron especialmente importantes en lo relativo a los beneficios de auditoría y a recuperación de cartera, con respecto a los cuales el gobierno dejó de percibir ingresos por cerca de \$300 mm frente a las metas establecidas para el trimestre.

El bajo dinamismo en el recaudo del IVA se atribuye al sacrificio de recursos que significó la decisión de aplazar hasta finales de enero el aumento del 15,0% al 16,0% en la tarifa general del impuesto establecido en la reforma tributaria⁴⁶. El recaudo por aranceles e IVA externo fue

⁴⁴ Hasta el año 2000 la contribución de hidrocarburos formó parte de los ingresos no tributarios y la contribución para la descentralización se contabilizó bajo el rubro de fondos especiales.

⁴⁵ Debe tenerse en cuenta que durante el primer trimestre de 2000 fueron recaudados \$600 mm adicionales debido a la reducción de 21 a 14 en este número de días.

⁴⁶ Esta demora estuvo asociada a la solicitud de los agentes retenedores para que la DIAN les concediera un plazo suficiente para remarcar los tiquetes de precio con la nueva tarifa.

Cuadro 20
Gobierno Nacional Central
Operaciones efectivas, primer trimestre
(Miles de millones de pesos)

	2000	2001	Crecimiento anual
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	5.845,0	6.581,0	12,6
A. Ingresos tributarios	5.240,0	6.043,0	15,3
Renta	2.186,0	2.252,0	3,0
IVA interno	1.689,0	1.967,0	16,5
IVA externo	523,0	708,0	35,4
Gravamen	397,0	478,0	20,4
Gasolina	185,0	270,0	45,9
Transacciones financieras	253,0	356,0	40,7
Otros	7,0	12,0	71,4
B. Ingresos no tributarios	282,0	225,0	(20,2)
C. Fondos especiales	72,0	54,0	(25,0)
D. Recursos de capital	251,0	259,0	3,2
Rendimientos financieros	134,0	183,0	36,6
Excedentes financieros	28,0	61,0	117,9
Otros	89,0	15,0	(83,1)
II. Gastos totales (A + B + C + D)	7.830,0	8.991,0	14,8
A. Intereses	1.889,0	2.107,0	11,5
Externos	557,0	753,0	35,2
Internos	1.332,0	1.354,0	1,7
B. Funcionamiento	5.303,0	6.141,0	15,8
Servicios personales	916,0	1.156,0	26,2
Gastos generales	277,0	558,0	101,4
Transferencias	4.110,0	4.427,0	7,7
C. Inversión	489,0	555,0	13,5
D. Préstamo neto	149,0	188,0	26,2
III. Ajustes por causación	941,0	511,0	(45,7)
IV. Déficit (-) o Superávit (+) de caja (I - II + III) 1/	(1.044,0)	(1.899,0)	81,9
V. Financiamiento (A + B + C + D)	1.044,0	1.899,0	81,9
A. Crédito externo neto	1.526,0	1.685,0	10,4
Desembolsos	2.351,0	1.936,0	(17,7)
Amortizaciones	825,0	251,0	(69,6)
B. Crédito interno neto	2.098,0	682,0	(67,5)
Desembolsos	3.916,0	3.957,0	1,0
Amortizaciones	1.818,0	3.275,0	80,1
C. Utilidades del Banco de la República	516,0	1.452,0	181,4
D. Otros	(3.096,0)	(1.920,0)	(38,0)
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(0,6)	(1,0)	63,5

1/ No incluye el costo de la restructuración financiera.

Fuente: Confin.

inferior en \$113 mm con respecto a la meta establecida por el gobierno debido al aumento observado en las importaciones de bienes exentos como el material de defensa y algunos bienes de capital.

Los pagos efectuados por el Gobierno Nacional Central ascendieron a \$8.991 mm durante el trimestre, con un crecimiento de 14,8% con respecto al valor observado en el mismo período del año anterior. Por rubros de gasto, se observa un crecimiento de 11,5% en intereses, 15,8% en funcionamiento y 13,5% en inversión. En lo que se refiere a funcionamiento, los pagos por servicios personales crecieron 26,2%, los de gastos generales 101,4% y los de transferencias 7,7%. La expansión del rubro de servicios personales está asociada al pago del rezago presupuestal por salarios que se generó en el año 2000, y el de gastos generales a los pagos en equipo militar que ascendieron a \$206 mm en el trimestre.

El financiamiento del déficit del Gobierno Central corrió por cuenta de los recursos del crédito y por el traslado de utilidades por parte del Banco de la República. El endeudamiento externo neto ascendió a \$1.685 mm, producto de desembolsos por \$1.936 mm y amortizaciones por \$251 mm. Por su parte, el endeudamiento interno neto aumentó \$682 mm con desembolsos por \$3.957 mm frente a amortizaciones por \$3.275 mm. Las utilidades trasladadas por el Banco de la República ascendieron a \$1.452 mm y la venta de activos contabilizó ingresos por \$181 mm. Las colocaciones de TES durante el trimestre alcanzaron \$3.931 mm, de las cuales \$2.688 mm corresponden a inversiones convenidas y forzosas y \$1.243 mm a subastas.

El resto del sector público no financiero registró durante el trimestre un balance fiscal superavitario de 0,5% del PIB, gracias al comportamiento favorable de las finanzas de Ecopetrol y del FAEP. El superávit de Ecopetrol en el primer trimestre está en parte asociado al bajo nivel de ejecución de los pagos y al aumento de los ingresos por ventas nacionales, que se expandieron 24,2%. Frente a los resultados del primer trimestre del año 2000, el resto del sector público no financiero registra una disminución en el superávit de 0,6% del PIB, que se asocia con el deterioro en las finanzas de la seguridad social y del sector público regional y local.

E. Progreso en el programa de ajuste

Como es ampliamente conocido, dentro de su estrategia de ajuste y recuperación de la economía, el Gobierno Nacional acordó un programa macroeconómico con el FMI, que se sustenta en mantener una disciplina monetaria, en la reestructuración del sistema financiero, en la reducción del déficit fiscal y en la ejecución de una política de financiamiento externo compatible con el ajuste macroeconómico. Para cumplir con estos objetivos y garantizar el cumplimiento del programa se diseñaron unos criterios de desempeño trimestrales sobre una serie de variables.

En particular, para el 2001 se establecieron metas trimestrales sobre i) las reservas internacionales netas (RIN); ii) la inflación medida a través del IPC acumulada en los últimos 12 meses; iii) el balance global del sector público combinado, y iv) los desembolsos netos de deuda externa de corto, mediano y largo plazo del sector público.

En el Cuadro 21, se comprueba que en el primer semestre de 2001 se cumplieron todas las metas del acuerdo macroeconómico⁴⁷.

Cuadro 21 Crterios de cumplimiento con el programa con el Fondo Monetario Internacional (Millones de dólares)						
Descripción	Marzo de 2001			Junio de 2001		
	Meta FMI (a)	Observado (b)	Diferencia (c)	Meta FMI (a)	Observado (b)	Diferencia (c)
Piso RIN (En millones de dólares)	8,900	9,077	177	8,980	9,203	223
Meta de inflación	8.70	7.81	(0.89)	8.90	7.93	(0.97)
Techo al déficit global del sector público consolidado, desde enero 1 de 2001 (En miles de millones de pesos)	1,000	855	(145)	2,600	n.d.	n.d.
Techo al desembolso neto acumulado de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público desde el 1 de enero de 2001 (En millones de dólares) 1/	460	437	(23)	1,210	n.d.	n.d.
Techo a los desembolsos netos acumulados de deuda externa de corto plazo del sector público desde el 1 de enero de 2001 (En millones de dólares)	80	0	(80)	80	n.d.	n.d.
(c) = (b) - (a).						
n.d. No disponible.						
1/ La cifra de desembolsos externos netos de mediano y largo plazo del sector público fue US\$552 m. Al incluir la cláusula según la cual al exceso de financiamiento externo de este plazo se le puede restar la acumulación de activo en el exterior, la cual fue US\$115 m, el valor final es US\$437 m incluido en el cuadro.						
Fuente: Banco de la República.						

⁴⁷ Días antes del cierre del semestre el Gobierno tuvo el temor de que le harían falta dólares para cumplir la meta de endeudamiento externo neto del programa con el Fondo Monetario Internacional por lo cual le solicitó precautelativamente al Banco de la República una venta de divisas que se efectuaría el último día hábil del mes de junio con el compromiso de que el Banco de la República volvería a comprarlas el primer día hábil del mes de julio. La Junta Directiva del Banco de la República, consciente de la gran importancia para el país de cumplir la totalidad de las metas del programa con el FMI, aprobó la venta de dólares a la Tesorería General de la Nación a la TRM del día, bajo la condición de que la Tesorería le vendiera de nuevo la misma cantidad de dólares al día hábil siguiente (también a la TRM). De esta manera la operación se hizo a tasas de mercado y afectó sólo las cuentas de un día para otro. Sin embargo, luego, cuando se tuvieron las cifras definitivas, se vio que el Gobierno habría podido cumplir la meta sin la venta de divisas del Banco de la República. La Junta entonces decidió reversar la operación, cosa que es una práctica internacional totalmente aceptada y común en transacciones de «buen valor». La operación no tuvo prácticamente costo administrativo alguno.

V. PERSPECTIVA MACROECONÓMICA PARA EL AÑO 2001

A continuación, se presentan las proyecciones de las principales variables macroeconómicas, inflación, balanza de pagos, crecimiento y déficit fiscal, para el año 2001. La reducción gradual de la inflación que se ha registrado reafirma la confianza de la JDBR en el cumplimiento de las metas del 8% y del 6% establecidas para el presente año y para 2002, en su orden. Se espera que el déficit en cuenta corriente para el año 2001 sea de 3,0% del PIB, como consecuencia de una caída de las exportaciones de bienes de 6,0% y del incremento de las importaciones de bienes de 12,1%. Por su parte, el débil crecimiento del producto en el primer trimestre de 2001 condujo al gobierno a revisar los pronósticos para el total del año. Las nuevas proyecciones estiman un crecimiento de la economía de 2,4%. El déficit del sector público consolidado se ubicaría alrededor de 2,8% del PIB al finalizar el año, con un ajuste cercano a 0,6% del PIB respecto al tamaño del déficit observado en el año 2000.

A. Perspectivas de inflación

La posibilidad de cumplir la meta de inflación del 8% para este año es alta, de acuerdo con los resultados de los diferentes modelos de proyección del Banco de la República estimados con cifras a junio. Este optimismo, además, se fundamenta en el comportamiento de la inflación básica en los primeros seis meses del año, muy cerca del 8%; en los mínimos ajustes en precios que exhiben bienes de gran peso en la canasta de los consumidores, como arriendos y vestuario, y en las perspectivas de buenas cosechas en los próximos meses. Con el cumplimiento de la meta de este año se hace más factible lograr la meta del 6% anunciada por la JDBR para 2002.

Aún así, es conveniente seguir con atención el desarrollo de ciertas circunstancias que podrían dificultar la estabilización de precios en los próximos meses. Los mayores riesgos están relacionados con el reciente nerviosismo que ha surgido en los mercados internacionales especialmente en América Latina, a raíz de la débil situación externa de Argentina y Brasil. Aunque hasta ahora los efectos de esta mayor incertidumbre en la economía colombiana han sido mínimos, el país no está exento de un efecto contagio. Si ello sucediere, la aceleración de la devaluación resultante, podría dificultar el cumplimiento de las metas de inflación.

El comportamiento de algunos alimentos podría constituir una fuente adicional de incertidumbre. Es el caso de la carne y sustitutos cercanos, que podrían presionar al alza los precios al consumidor dado su gran peso en la canasta del IPC, si se mantienen las condiciones de restricción de la oferta ya señaladas y si se presentan sorpresas negativas en el clima. La probabilidad de estas últimas, sin embargo, ha disminuido recientemente, a juzgar por los diversos pronósticos del clima que anuncian normalidad para el resto del año.

B. Perspectivas de crecimiento económico

El débil crecimiento de la economía en el primer trimestre del año condujo al gobierno a revisar los pronósticos para el año 2001. Con la nueva proyección se espera que el crecimiento se sitúe en 2,4%⁴⁸. Este pronóstico es consistente con el cumplimiento de la meta de inflación del 8%, con unos precios internacionales del café muy bajos, con unos precios del petróleo menores que los del año anterior, con un crecimiento de las exportaciones no tradicionales similar al del primer trimestre del año y con un entorno económico internacional frágil.

El comportamiento de los diferentes sectores de la economía permite formarse una visión más detallada de lo que podría suceder en lo que resta del año (Cuadro 22)⁴⁹. Es de esperar que la dinámica del sector agropecuario continúe siendo favorable en razón de la disponibilidad de crédito y el buen comportamiento de los cultivos asociados a las exportaciones, como el aceite de palma y las flores. Sin embargo, este crecimiento podría verse afectado por el menor precio internacional del café y los efectos climáticos adversos que afectarían el rendimiento de los cultivos y la producción de leche.

El sector minero continuará afectándose por la menor producción de petróleo como resultado de la declinación natural de los yacimientos petrolíferos y los persistentes atentados contra la infraestructura petrolera.

La desaceleración del sector industrial, evidente en los primeros meses del año, será superada en la medida en que el consumo de los hogares

⁴⁸ Las cifras de crecimiento del 2,4% se estableció en el documento Conpes del 26 de julio de 2001. Sin embargo, esta tasa de crecimiento puede cambiar dependiendo de la situación de orden público, del comportamiento del consumo y de la inversión privada, de las exportaciones y de la evolución de las condiciones económicas internacionales y particularmente la de Argentina.

⁴⁹ Según cifras del documento Conpes, 26 de julio de 2001.

Cuadro 22
PIB por grandes ramas de actividad
 (Crecimientos porcentuales reales)

	2000	2001 (Proy.)
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	5,2	3,6
Explotación de minas y canteras	(5,8)	(2,8)
Electricidad, gas y agua	2,7	2,2
Industria manufacturera	9,7	3,4
Construcción	(1,5)	3,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,2	4,1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	3,7	2,9
Servicios financieros	0,0	1,2
Servicios sociales, comunales y personales	(1,1)	(0,4)
Servicios de administración pública	(1,9)	(1,0)
Total PIB	2,8	2,4

(Proy.) Proyectado.

Fuente: Para el año 2000, DANE. Para el año 2001, Documento Conpes, Julio 26 de 2001: "Balance macroeconómico a junio de 2001 y Perspectivas para 2002", DNP.

recupere su dinamismo y que las exportaciones industriales continúen registrando la tendencia creciente observada en el año 2000.

El crecimiento en el sector de la construcción estaría liderado por la construcción de edificaciones, que ha tenido una evolución favorable en lo corrido del año. Sin embargo, la disminución de obras civiles por la menor inversión pública podría atenuar la recuperación de dicho sector.

Por otra parte, el comportamiento reciente de algunos indicadores de la actividad económica, diferentes a los de cuentas nacionales, no permite prever cambios importantes en la tendencia de crecimiento de la economía.

El indicador de demanda de energía creció en junio 1,06% con respecto al mismo período del año anterior, implicando un crecimiento promedio en lo corrido del año superior al observado en el año 2000 (Gráfico 46).

Otro indicador que ha mostrado un comportamiento favorable en lo corrido del año es el de las ventas nominales financiadas con tarjetas de crédito. En el mes de abril el ritmo de crecimiento anual de la utilización de la tarjeta de crédito fue de 15,1%, el más alto crecimiento de los

Gráfico 46
Crecimiento anual del consumo mensual de energía
(MUTB / Día)
(Porcentaje)



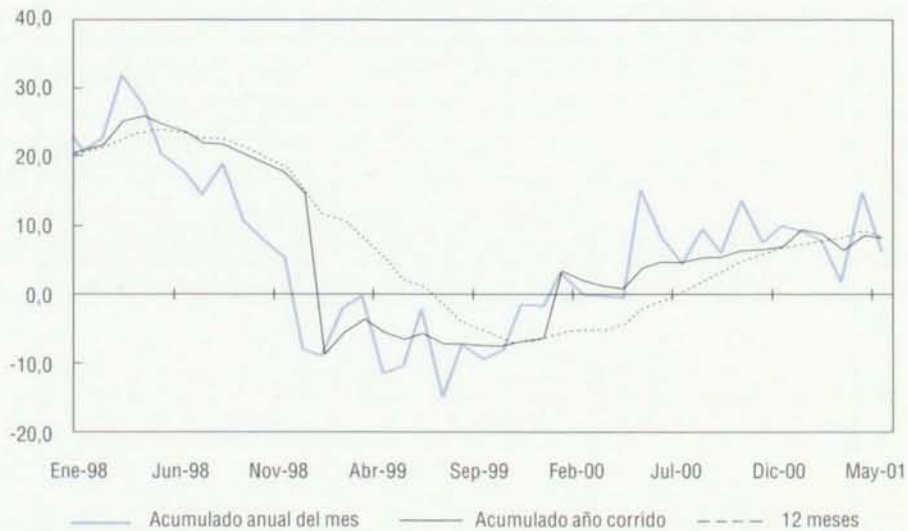
Fuente: ISA, cálculos del Banco de la República.

primeros meses de 2001. A pesar del menor crecimiento observado en el mes de mayo (6,6%), la evolución de este indicador es más satisfactoria en el presente año que la del año anterior (Gráfico 47).

La encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo, por su parte, ha mostrado un deterioro en los indicadores de existencias y de pedidos desde comienzos de año, tendencia que no ha cambiado hasta ahora, como lo evidencian las cifras a mayo (Gráfico 48) y los resultados preliminares correspondientes al mes de junio. Las expectativas de los empresarios a corto y mediano plazo también sufrieron un retroceso desde enero de este año, induciendo una caída en el indicador del clima de negocios, pero a partir de mayo, se registra un cambio de dicha tendencia (Gráfico 49) que se habría mantenido en el mes de junio.

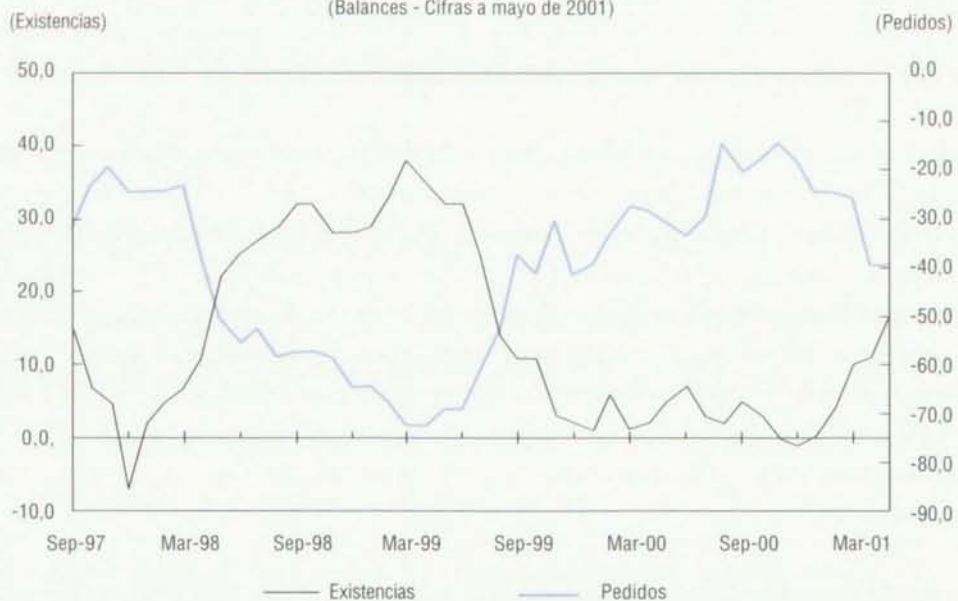
La venta de automóviles, otro de los indicadores de la actividad económica, que había presentado en abril y mayo una ligera contracción, se recuperó en el mes de junio, al crecer 5,6% con respecto al mismo mes del año anterior (Gráfico 50).

Gráfico 47
Ventas y avances efectuados con tarjetas de crédito
Total sistema, a mayo de 2001
 (Tasas de crecimiento)



Fuente: Red Multicolor.

Gráfico 48
Encuesta de opinión empresarial
 (Balances - Cifras a mayo de 2001)



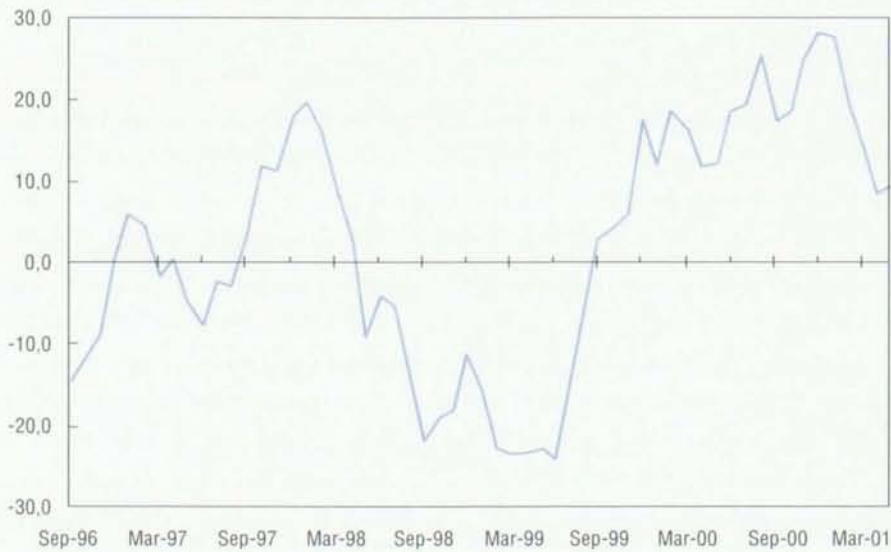
Balance: porcentaje de empresas que contestan positivamente menos las que contestan negativamente.

Fuente: SGEE, con base en cifras de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 49

Clima de negocios

(Porcentajes - Cifras a mayo de 2000)



Fuente: Banco de la República, SGEE, con base en cifras de la EOE de Fedesarrollo.

Gráfico 50

Ventas de automóviles Total industria automotriz

(Variaciones porcentuales anuales)



Fuente: Colmotores

En último término, el crecimiento del producto en el año 2001 estará sujeto a cambios en las condiciones económicas de los principales socios comerciales de Colombia -los Estados Unidos, Venezuela y la Comunidad Andina- y a variaciones en los precios internacionales del petróleo y del café.

El entorno económico internacional presenta indicios de debilitamiento. Los resultados recientes en materia de crecimiento de las tres grandes economías del mundo han confirmado el temor que existía a principios del año de una desaceleración económica global. Los Estados Unidos presentó en el primer trimestre de 2001 una tasa de crecimiento de 2,5%, la más baja de los últimos cuatro años. Sin embargo, las expectativas de un mejor desempeño de la economía norteamericana durante el segundo semestre del año han aumentado como resultado del menor sesgo inflacionario del Federal Reserve Bank (Fed) y de su activa política de disminución de tasas de interés, del plan de recorte de impuestos programado por la administración del Presidente Bush para este y los próximos 10 años, y por el comportamiento observado del consumo de los hogares. De confirmarse estas previsiones, la economía estadounidense deberá crecer a una tasa cercana al 1,9% para todo el año 2001 y al 3,0% en 2002.

El crecimiento económico de los países latinoamericanos, por su parte, enfrenta una serie de riesgos domésticos que incluye la crítica situación argentina y su posible efecto contagio a la región, la crisis energética del Brasil y problemas generalizados de orden político en la región. En el frente externo, los menores precios de los productos básicos de exportación y el debilitamiento de la economía de los Estados Unidos continúan atentando contra el buen desenvolvimiento de la economía regional. Se prevé que durante 2001, los países latinoamericanos alcancen una tasa de crecimiento promedio de 2,6%.

C. Perspectivas de balanza de pagos

La más reciente proyección de balanza de pagos (Cuadro 23) arroja un déficit en cuenta corriente para el año 2001 de US\$2,394 m, equivalente a 3,0% del PIB. La financiación de este déficit estaría cubierta por ingresos de capital esperados por US\$2,619 m (3,2% del PIB).

En el estimativo de la cuenta corriente de la balanza se proyecta una caída anual de las exportaciones de bienes de 6,0%, como resultado de

Cuadro 23

Balanza de pagos de Colombia - Resumen

	Millones de dólares			Como % del PIB		
	1999 (pr)	2000 (pr)	2001 (proy.)	1999 (pr)	2000 (pr)	2001 (proy.)
I. CUENTA CORRIENTE	98	41	(2,394)	0.12	0.05	(2.96)
Ingresos	15,957	17,929	17,589	18.83	22.06	21.79
Egresos	15,858	17,888	19,983	18.71	22.00	24.75
A. Bienes y servicios no factoriales	506	1,268	(867)	0.60	1.56	(1.07)
1. Bienes	1,775	2,543	380	2.09	3.13	0.47
Exportaciones	12,030	13,620	12,800	14.19	16.75	15.85
Importaciones	10,255	11,077	12,421	12.10	13.63	15.38
2. Servicios no factoriales	(1,269)	(1,275)	(1,246)	(1.50)	(1.57)	(1.54)
Exportaciones	1,865	2,018	2,004	2.20	2.48	2.48
Importaciones	3,133	3,293	3,250	3.70	4.05	4.03
B. Renta de los factores	(1,460)	(2,479)	(3,278)	(1.72)	(3.05)	(4.06)
Ingresos	791	850	846	0.93	1.05	1.05
Egresos	2,251	3,329	4,124	2.66	4.10	5.11
C. Transferencias corrientes	1,052	1,252	1,751	1.24	1.54	2.17
Ingresos	1,271	1,441	1,938	1.50	1.77	2.40
Egresos	219	189	188	0.26	0.23	0.23
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	17	1,127	2,619	0.02	1.39	3.24
A. Cuenta financiera	17	1,127	2,619	0.02	1.39	3.24
1. Flujos financieros de largo plazo	2,262	2,112	3,627	2.67	2.60	4.49
a. Activos	121	306	304	0.14	0.38	0.38
i. Inversión directa colombiana en el exterior	116	306	304	0.14	0.38	0.38
Préstamos 1/	6	0	0	0.01	0.00	0.00
Otros activos	0	0	0	0.00	0.00	0.00
ii. Pasivos	2,383	2,418	3,930	2.81	2.97	4.87
i. Inversión extranjera directa en Colombia	1,326	2,615	1,364	1.56	3.22	1.69
Préstamos 1/	1,057	(197)	2,567	1.25	(0.24)	3.18
Sector público	1,766	1,189	2,848	2.08	1.46	3.53
Sector privado	(709)	(1,387)	(282)	(0.84)	(1.71)	(0.35)
iii. Otros pasivos	0	0	0	0.00	0.00	0.00
Sector público	0	0	0	0.00	0.00	0.00
Sector privado	0	0	0	0.00	0.00	0.00
c. Otros Mov. financieros de largo plazo	0	0	0	0.00	0.00	0.00
2. Flujos financieros de corto plazo	(2,245)	(985)	(1,008)	(2.65)	(1.21)	(1.25)
a. Activos	1,512	1,263	1,474	1.78	1.55	1.83
i. Inversión de cartera	1,420	1,025	1,339	1.68	1.26	1.66
Sector público	586	100	774	0.69	0.12	0.96
Sector privado	834	925	565	0.98	1.14	0.70
ii. Préstamos 1/	93	238	135	0.11	0.29	0.17
Sector público	(61)	(61)	0	(0.07)	(0.07)	0.00
Sector privado	153	299	135	0.18	0.37	0.17
b. Pasivos	(733)	278	467	(0.86)	0.34	0.58
i. Inversión de cartera	(23)	17	150	(0.03)	0.02	0.19
Sector público	4	0	80	0.00	0.00	0.10
Sector privado	(27)	17	70	(0.03)	0.02	0.09
ii. Préstamos 1/	(710)	261	317	(0.84)	0.32	0.39
Sector público	(306)	(473)	14	(0.36)	(0.58)	0.02
Sector privado	(404)	734	302	(0.48)	0.90	0.37
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0.00	0.00	0.00
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	(434)	(298)	428	(0.51)	(0.37)	0.53
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	(319)	870	653	(0.38)	1.07	0.81
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	8,103	9,006	9,591	9.56	11.08	11.88
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	8,101	9,004	9,589	9.56	11.08	11.88
Meses de importación de bienes	9.5	9.8	9.3			
Meses de importación de bienes y servicios	6.2	6.1	5.8			
PIB nominal en millones de dólares	84,752	81,290	80,739			
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	(320)	869	653	(0.38)	1.07	0.81

(pr.) Preliminar.
(proy.) Proyección.
Supuestos: Precios de exportación: café US\$0.8 / libra (Exdock); petróleo US\$26.6 / barril; crecimiento de importaciones de bienes 12.2% (7.0% sin Plan Colombia).
1/ Incluye inversión de cartera, préstamos directos, crédito comercial y arrendamiento financiero.
2/ Según metodología de la Balanza de Pagos.
Fuente: Banco de la República.

menores ingresos provenientes de petróleo y derivados, café, ferroníquel y oro, compensados parcialmente por aumentos de las exportaciones de carbón y de productos no tradicionales⁵⁰. El incremento anual de las importaciones de bienes se estima en 12,1%; estimación que incorpora la proyección de importaciones contempladas dentro del Plan Colombia, las cuales ascenderían a US\$560 m en el año⁵¹. Si se descuenta este último concepto del valor de las importaciones, estas aumentarían un 7,0% en el año 2001.

La proyección de la cuenta de capital y financiera no considera ingresos de recursos por concepto de privatizaciones⁵². Los flujos de capital de largo plazo aumentarían como resultado del mayor endeudamiento externo neto de mediano y largo plazo del sector público, que se incrementaría en US\$2,848 m en 2001. Al sumar la proyección del endeudamiento externo neto de largo plazo del sector privado, el saldo de la deuda total aumentaría en US\$2,567 m ubicándose al finalizar el año en US\$38,865 m⁵³. Debe resaltarse el éxito logrado por el Gobierno Nacional Central en la consecución de recursos en el mercado internacional. La colocación de bonos externos en lo corrido del año hasta junio ascendió a US\$3,344 m, contando con la emisión de octubre del año anterior por US\$339 m, que corresponde a la vigencia de 2001.

Como resultado del comportamiento anterior, la acumulación de reservas internacionales brutas sería US\$653 m en 2001; su saldo se situaría en US\$9,591 m al cierre de diciembre, equivalente a 9,3 meses de importación de bienes y a 5,8 meses de importaciones de bienes y servicios.

D. Perspectivas fiscales

Para el año 2001 se mantienen las proyecciones y metas fiscales presentadas en el Informe al Congreso del mes de marzo. En ese informe se señaló que el déficit del sector público consolidado se ubicaría alrededor de 2,8% del PIB al finalizar el año, con un ajuste cercano a 0,6% del PIB respecto al tamaño del déficit observado en el año 2000. También se mencionó que el déficit del Gobierno Nacional Central podría superar

⁵⁰ Incluidas las operaciones especiales de comercio.

⁵¹ *Ibid.*

⁵² Únicamente tiene en cuenta el pago de US\$80 m hecho en enero pasado a la Tesorería General de la Nación, por concepto de la privatización de Carbocol efectuada en 2000.

⁵³ Incluye operaciones de arrendamiento financiero y titularización.

ligeramente el 4,0% del PIB y que el resto del sector público no financiero acumularía un superávit cercano al 1,6% del PIB (Cuadro 24).

Cuadro 24 Sector público consolidado Déficit (-) o Superávit (+)						
Concepto	Miles de millones de pesos			Porcentaje del PIB		
	1999	2000	2001 (proy.)	1999	2000	2001 (proy.)
Eléctrico	(412,0)	237,9	378,0	(0,3)	0,1	0,2
Carbocol	266,0	179,3	0,0	0,2	0,1	0,0
F.A.E.P.	533,0	1.622,4	642,0	0,4	1,0	0,3
Ecopetrol	808,0	1.272,2	570,0	0,5	0,7	0,3
Telecom	(70,0)	(41,2)	41,0	(0,0)	(0,0)	0,0
Resto de entidades	280,0	389,1	616,0	0,2	0,2	0,3
Seguridad social	1.254,0	808,9	687,0	0,8	0,5	0,4
Regional y local	(512,0)	(170,7)	344,0	(0,3)	(0,1)	0,2
Fondo Nacional del Café	(43,0)	(274,6)	(205,0)	(0,0)	(0,2)	(0,1)
1. Subtotal resto del sector público	2.104,0	4.023,3	3.073,0	1,4	2,4	1,6
2. Gobierno Nacional	(11.450,0)	(10.080,0)	(8.102,0)	(7,5)	(5,9)	(4,1)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(9.346,0)	(6.056,7)	(5.029,0)	(6,1)	(3,6)	(2,6)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	608,0	877,0	995,0	0,4	0,5	0,5
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	828,0	30,0	194,0	0,5	0,0	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(10,0)	(666,0)	(1.672,0)	(0,0)	(0,4)	(0,9)
E. Discrepancia estadística	(351,0)	(4,0)	0,0	(0,2)	(0,0)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(8.271,0)	(5.819,7)	(5.512,0)	(5,4)	(3,4)	(2,8)
(proy.) Proyección.						
Fuente: Confis.						

El desempeño de las finanzas del Gobierno Nacional Central dependerá en buena medida del éxito en la ejecución de la reforma tributaria aprobada a finales del año anterior, al igual que de las reformas adoptadas en materia de gasto. Con la proyección vigente, los ingresos alcanzan un crecimiento superior al 25,0% y los gastos se expanden 14,6%. Por el lado de los ingresos, las cifras oficiales proyectan un crecimiento de 30,0% en el recaudo de impuestos, incluyendo las rentas adicionales derivadas de la reforma que se estiman en 1,2% del PIB anual. Los gastos registrarían una expansión de 13,5% en intereses, 15,1% en

funcionamiento y 20,6% en inversión. El préstamo neto se proyecta en \$752 mm, de los cuales \$420 mm se destinarán a créditos para cubrir el servicio de la deuda de Urrá, Emcali y la Empresa del Metro de Medellín.

Con relación al financiamiento, se proyecta la utilización de recursos de crédito externo e interno por un valor neto de \$4.113 mm y \$4.474 mm, respectivamente. El principal instrumento de deuda interna es el de los TES B, con colocaciones estimadas por \$11.900 mm. Es importante anotar que durante el mes de junio, el gobierno realizó una operación de canje voluntario de deuda interna a través del mecanismo de subastas que ascendió a \$5,6 billones. Con esta operación, se redujo la presión sobre el presupuesto nacional y se mejoró el perfil del endeudamiento público, toda vez que la vida promedio del portafolio de la deuda interna del Gobierno Central pasó de 3,4 a 4,5 años.

La reestructuración de la deuda interna del gobierno consistió en el canje de títulos TES con vencimientos entre los años 2001 y 2005 por títulos redimibles en los años 2004, 2006 y 2011. Las emisiones de títulos a tres y cinco años se efectuaron con tasa de interés fija y las de 10 años, con tasa de interés variable. Desde el punto de vista fiscal, el canje de la deuda representa un alivio importante para las finanzas del Estado, puesto que disminuye las necesidades de financiación doméstica para los próximos años. Durante 2001, 2002 y 2003 los pagos por amortizaciones de la deuda disminuirán \$875 mm, \$2.820 mm y \$1.140 mm, respectivamente. Para la economía en su conjunto, la operación del canje de la deuda interna representa una menor presión del sector público sobre el ahorro agregado, lo cual debe conducir a menores tasas de interés y generar un mayor espacio para la inversión privada.

Para finalizar, es necesario destacar la reciente aprobación del proyecto de Acto Legislativo que modifica el cálculo del monto de transferencias territoriales. Con esta reforma se asegura estabilidad en los recursos destinados a salud y educación y se introduce mayor flexibilidad en el manejo del presupuesto nacional, puesto que las variaciones positivas de los ingresos corrientes del gobierno no se traducirían en aumentos del gasto por concepto de transferencias. Entre los años 2002 y 2008, el monto anual de las transferencias dependerá esencialmente de la evolución de la tasa de inflación. Para la determinación de este monto, se tendrá en cuenta el crecimiento observado de los precios y un incremento real de 2,0 y de 2,5 puntos para los períodos 2002-2005 y 2006-2008, respectivamente.

VI. RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. Reservas internacionales

1. Saldo de las reservas internacionales

El saldo de las reservas internacionales netas en junio de 2001 se ubicó en US\$9,270.4 m, con un crecimiento de US\$266.3 m en lo corrido del año⁵⁴. Las reservas internacionales están constituidas principalmente por inversiones financieras en el exterior por US\$8.136.1 m. El saldo restante está distribuido en posición de reservas en el Fondo Monetario Internacional y el Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$621.8 m; derechos especiales de giro (DEG), US\$134.3 m; depósitos a la orden y efectivo en caja US\$266.9 m, y oro, pesos andinos y saldos positivos de convenios internacionales por US\$116.5 m. De otra parte, los pasivos externos a corto plazo fueron de US\$5.2 m (Cuadro 25).

2. Criterios de administración

Los criterios de administración definidos por el Banco de la República para el manejo de las reservas internacionales son tres: 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.

En el presente año, se ha mantenido el esquema de delegación de una porción de las reservas internacionales en entidades financieras externas, escogidas mediante un riguroso sistema de selección que incluye su experiencia en el negocio, el tamaño de los fondos que administran, y la calidad de sus capacidades de gestión y de control de los riesgos. Estas entidades han mejorado el rendimiento de las reservas a través de un manejo especializado y han apoyado el desarrollo de las capacidades internas de gestión del Banco. Es importante señalar que varios bancos centrales emplean esquemas semejantes de delegación de la administración de una porción de sus activos externos en entidades de primera línea para beneficiarse del alto grado de especialización que estas firmas ofrecen⁵⁵.

⁵⁴ 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 con agentes no residentes.

⁵⁵ Este esquema es adoptado por países latinoamericanos como Argentina, Brasil y Chile.

Cuadro 25
Principales componentes de las reservas internacionales
(Millones de dólares)

Descripción	Junio 2000	Participación %	Diciembre 2000	Participación %	Junio 2001 (p)	Participación %
Caja	61.6	0.7	30.0	0.3	266.9	2.9
Efectivo en caja	60.4	0.7	28.5	0.3	21.1	0.2
Depósitos a la orden ^{1/}	1.2	0.0	1.5	0.0	245.8	2.7
Inversiones	7,407.4	88.7	8,083.2	89.8	8,136.1	87.8
Portafolio directo	4,626.1	55.4	5,173.0	57.5	5,184.6	55.9
Portafolio en administración	2,781.3	33.3	2,910.2	32.3	2,951.5	31.8
Oro	94.9	1.1	89.4	1.0	88.6	1.0
Caja	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Custodia	94.9	1.1	89.4	1.0	88.6	1.0
Fondo Monetario Internacional	517.7	6.2	508.1	5.6	490.3	5.3
Derechos especiales de giro	135.5	1.6	135.7	1.5	134.3	1.4
Posición de reservas	382.2	4.6	372.4	4.1	356.0	3.8
Fondo Latinoamericano de Reservas	270.0	3.2	285.8	3.2	285.8	3.1
Aportes	250.0	3.0	265.8	3.0	265.8	2.9
Pesos andinos	20.0	0.2	20.0	0.2	20.0	0.2
Convenios internacionales	3.8	0.0	9.7	0.1	7.9	0.1
Total reservas brutas	8,355.4	100.0	9,006.1	100.0	9,275.6	100.1
Pasivos a corto plazo	2.7	0.0	2.0	0.0	5.2	0.1
Convenios internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bancos del exterior	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fondo Latinoamericano de Reservas FLAR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valores por pagar compra inversiones	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Causación y valuación de los pasivos	2.4	0.0	2.0	0.0	5.2	0.1
Total reservas netas	8,352.7	100.0	9,004.1	100.0	9,270.4	100.0

(p) Provisional.

^{1/} La cuenta de Depósitos a la Orden incluye, entre otros, el saldo de la reversión de la operación con la Tesorería General de la Nación efectuada el 29 de junio de 2001. Véase nota en la página 25 del Capítulo IV de este informe.

Fuente: Banco de la República

Durante el año 2000, la porción administrada por Barclays Global Investors registró un rendimiento de 6,46%; la porción de JP Morgan Investment Management de 7,08% y la de Goldman Sachs Asset Management de 6,80%, porcentajes que se comparan favorablemente con el rendimiento de 6,29% del portafolio de referencia con el cual se mide el desempeño de estos administradores y que se utiliza para evaluar el manejo realizado directa-

mente por el Banco⁵⁶. En lo que va corrido del presente año hasta junio, los rendimientos de los portafolios administrados por estas entidades han sido de 1,61%, 1,21% y 1,40%, respectivamente, comparados con el rendimiento de 1,18% del portafolio de referencia. Los administradores externos pueden llegar a obtener rendimientos superiores al del portafolio de referencia, debido a que una porción de su portafolio se invierte en activos de manejo especializado diferentes a los del índice que sirve de referencia al Banco de la República.

El Banco de la República gestionó directamente un portafolio de US\$5,430 m (64,8% del total) y las firmas especializadas Barclays Global Investors, Morgan Investment Management y Goldman Sachs Asset Management administraron el restante 35,2%, US\$2,952 m⁵⁷.

Con el fin de que el portafolio esté en concordancia con las operaciones externas del país, su distribución por monedas en junio fue la siguiente: dólares americanos, 82,9%; euros, 14,0%; yenes japoneses, 3,1%, y otras monedas, 0,01%⁵⁸. A pesar de que 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, permite, de todas maneras, que exista un equilibrio entre las reservas internacionales y la composición de los pagos externos que realiza el país.

3. Seguridad, liquidez y rendimiento del portafolio

El portafolio de inversiones, incluyendo el de gestión directa y el entregado en administración, está colocado en un 69,8% en papeles de gobiernos soberanos y en un 30,2% en instituciones bancarias. El riesgo crediticio de las inversiones se distribuye, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas, como sigue: el 75,8% "AAA", el 8,3% "AA-", el 7,3% "AA", el 7,1% en "AA+", el 1,4% en "A+" y el restante 0,1% en "A"⁵⁹. Con el fin de asegurar la disponibilidad inmediata de divisas, el Banco de la República maneja un capital de trabajo representado en activos financieros de liquidez inmediata cuyo saldo en junio de 2001 fue de US\$375.5 m.

⁵⁶ El portafolio de referencia está compuesto de activos denominados en dólares americanos (80%), euros (15%) y yenes (5%); estos activos se encuentran invertidos en una combinación de instrumentos de mercado monetario a tres meses (25%) y bonos gubernamentales de uno a cinco años (75%), con una duración promedio para el total del portafolio de dos años.

⁵⁷ Que incluye depósitos a la orden.

⁵⁸ Tales como el dólar canadiense, la corona sueca y la libra esterlina.

⁵⁹ Standard & Poors, Moody's e IBCA.

Durante el primer semestre del año 2001 el Banco de la República obtuvo ganancias netas por concepto del rendimiento del portafolio de inversión de las reservas por US\$105.8 m, de los cuales US\$236.8 m correspondieron a ingresos efectivos de caja, y -US\$131 m fueron pérdidas que se contabilizaron por concepto de la causación y valuación a precios de mercado de las reservas internacionales. Por valuación se registraron pérdidas de US\$140.6 m, que se explican principalmente por la depreciación del euro y del yen frente al dólar durante lo corrido del año, hasta junio. Sin embargo, estas pérdidas han sido parcialmente contrarrestadas debido al comportamiento de las tasas de interés externas, cuyo descenso se ha traducido en una recuperación del valor de mercado del portafolio de inversión.

B. Situación financiera

Resultados en el año 2001

Los activos del Banco de la República eran \$29.590,2 mm el 30 de junio del presente año, cifra superior en \$441,3 mm a la observada en diciembre de 2000 (Cuadro 26). Este aumento lo explican, principalmente, la valorización de las reservas internacionales (\$1.696 mm) y los aportes en organismos internacionales (\$210,4 mm), factores que fueron en parte compensados por la disminución en el saldo de las operaciones de pacto de reventa y apoyos de liquidez \$765,3 mm, y la reducción de las inversiones (\$672,6 mm) y de la cartera (\$102,3 mm).

En igual fecha, los pasivos del Banco ascendieron a \$14.294,7 mm, con un crecimiento semestral de \$473,2 mm, en tanto que el patrimonio se ubicó en \$15.295,9 mm, con disminución de \$31,9 mm con relación a diciembre de 2000. En la variación de los pasivos se destaca la reducción estacional de la base monetaria, \$1.233,4 mm, el incremento de los depósitos de la Dirección del Tesoro Nacional, \$1.559,2 mm y el aumento en pesos de las obligaciones con organismos internacionales, \$116,7 mm. Los cambios en el patrimonio se explican por el mayor ajuste cambiario producto de la valorización en pesos de las reservas internacionales, \$1.062,2 mm, efecto que fue contrarrestado por la variación negativa de las utilidades acumuladas, debido al traslado de utilidades al gobierno efectuado en marzo por \$1.452,8 mm.

Las utilidades obtenidas por el Banco, \$358,6 mm, en el primer semestre del año provienen de un total de ingresos por \$687,2 mm y egresos por \$328,5 mm (Cuadro 27). La mayor fuente de ingresos la constituyen

Cuadro 26

Balance del Banco de la República - Resultados de 1999-2001

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre, 1999		Diciembre, 2000		Junio, 2001 (*)	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	24.542,4	100,0	29.149,2	100,0	29.590,5	100,0
Reservas internacionales brutas	15.170,5	61,8	19.689,9	67,5	21.386,2	72,3
Aportes en organismos internacionales	2.059,6	8,4	2.268,6	7,8	2.479,0	8,4
Inversiones	2.395,5	9,8	3.248,7	11,1	2.576,1	8,7
Sector público deuda consolidada	390,0	1,6	308,8	1,1	223,0	0,8
Sector público regulación monetaria	2.005,5	8,2	2.398,0	8,2	1.970,7	6,7
Bonos banca pública - Fogafin- y otros		0,0	541,8	1,9	382,4	1,3
Cartera de créditos	392,6	1,6	323,9	1,1	221,7	0,7
Sector público Gobierno Nacional	4,0	0,0	3,7	0,0	3,6	0,0
Bancos	24,8	0,1	6,0	0,0	4,1	0,0
Corporaciones financieras	79,0	0,3	154,1	0,5	146,9	0,5
Otros créditos 1/	388,1	1,6	235,9	0,8	102,6	0,3
Menos: provisiones	103,3	0,4	75,8	0,3	35,6	0,1
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	2.892,3	11,8	1.729,0	5,9	963,7	3,3
Cuentas por cobrar	55,8	0,2	64,3	0,2	78,9	0,3
Otros activos netos	1.576,0	6,4	1.824,9	6,3	1.884,9	6,4
Pasivo y patrimonio	24.529,5	99,9	29.149,2	100,0	29.590,5	100,0
Pasivo	12.770,4	52,0	13.821,5	47,4	14.294,7	48,3
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	4,3	0,0	4,3	0,0	11,9	0,0
Base monetaria	9.739,6	39,7	10.710,4	36,7	9.477,0	32,0
Billetes en circulación	7.457,6	30,4	8.698,6	29,8	7.777,6	26,3
Moneda de tesorería	319,4	1,3	344,2	1,2	338,0	1,1
Depósitos para encaje bancos	1.648,7	6,7	1.362,8	4,7	1.119,1	3,8
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	313,9	1,3	304,9	1,0	242,4	0,8
Otros depósitos	142,7	0,6	77,5	0,3	51,9	0,2
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	83,4	0,3	253,7	0,9	1.812,9	6,1
Obligaciones organismos internacionales	1.779,9	7,3	1.853,8	6,4	1.970,5	6,7
Pasivos por líneas externas	218,0	0,9	207,6	0,7	198,0	0,7
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	147,4	0,6	28,7	0,1	30,9	0,1
REPOS de contracción y títulos de participación	46,1	0,2	20,9	0,1	24,6	0,1
Tit. en Div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J. D.	100,6	0,4	6,9	0,0	5,4	0,0
Otros	0,7	0,0	0,9	0,0	0,9	0,0
Cuentas por pagar	38,7	0,2	31,4	0,1	51,2	0,2
Otros pasivos	616,4	2,5	654,1	2,2	690,3	2,3
Patrimonio total	11.759,1	47,9	15.327,7	52,6	15.295,9	51,7
Capital	12,7	0,1	12,7	0,0	12,7	0,0
Reservas	360,1	1,5	345,9	1,2	321,2	1,1
Superávit patrimonial	10.557,7	43,0	13.254,2	45,5	14.324,3	48,4
Liquidación CEC	453,5	1,8	453,5	1,6	453,5	1,5
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	10.088,2	41,1	12.619,7	43,3	13.681,9	46,2
Otros	16,0	0,1	181,0	0,6	188,9	0,6
Valorizaciones	320,9	1,3	279,1	1,0	279,1	0,9
Resultados	507,8	2,1	1.435,9	4,9	358,6	1,2
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	507,8	2,1	1.435,9	4,9	358,6	1,2

(*) Cifras sujetas a revisión.

1/ Incluye la Cartera correspondiente a la ejecución garantías por incumplimiento en la cancelación de créditos por Cupos de Liquidez.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 27

Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 2000-2001

(Miles de millones de pesos)

	Ejecución Ene-Jun, 2000		Ejecución Ene-Jun, 2001 1/	
	Flujos	Part. %	Flujos	Part. %
I. Ingresos totales	877,5	100,0	687,2	100,0
1. Ingresos operacionales	854,6	97,4	679,5	98,9
Intereses y rendimientos	640,4	73,0	527,9	76,8
Reservas internacionales netas	325,0	37,0	242,3	35,3
Líneas externas	12,0	1,4	7,5	1,1
Valoración de TES "A" a precios de mercado	13,3	1,5	19,7	2,9
Val. de TES por Oper. de Expan. monetaria	146,0	16,6	168,3	24,5
Val. bonos capitalización banca pública	16,6	1,9	28,4	4,1
Compra transitoria de títulos y cupos	81,1	9,2	29,2	4,2
Otros	46,3	5,3	32,5	4,7
Comisiones	34,8	4,0	43,1	6,3
Servicios bancarios	29,2	3,3	39,1	5,7
Manejo de divisas	4,9	0,6	4,0	0,6
Otros	0,7	0,1	0,0	0,0
Diferencias en cambio	130,4	14,9	58,0	8,4
Moneda emitida y metales preciosos	1,6	0,2	0,4	0,1
Redención anticipada de títulos	21,7	2,5	0,5	0,1
Otros	25,7	2,9	49,6	7,2
2. Ingresos no operacionales	22,9	2,6	7,7	1,1
II. Egresos totales	344,5	100,0	328,5	100,0
1. Egresos operacionales	333,5	96,8	308,8	94,0
Intereses y rendimientos	109,2	31,7	103,5	31,5
Encaje en cuentas de depósito	66,3	19,2	92,6	28,2
Venta transitoria de títulos	35,4	10,3	5,8	1,8
Líneas externas y títulos canjeables	7,5	2,2	5,1	1,5
Comisiones y honorarios	9,6	2,8	8,6	2,6
Diferencias en cambio	63,0	18,3	33,2	10,1
Organismos internacionales	20,7	6,0	5,7	1,7
Líneas externas	28,9	8,4	12,0	3,6
Otros	13,3	3,9	15,5	4,7
Costo de emisión especies monetarias	2,8	0,8	8,6	2,6
Gastos de personal	74,1	21,5	76,2	23,2
Pensiones de jubilación	19,6	5,7	30,6	9,3
Gastos generales	23,4	6,8	23,1	7,0
Impuestos	1,0	0,3	1,5	0,5
Seguros	1,7	0,5	2,6	0,8
Gastos culturales	1,9	0,6	2,1	0,6
Provisiones, depreciaciones y amortizaciones	20,3	5,9	15,8	4,8
Otros operacionales	7,0	2,0	3,0	0,9
2. No operacionales	11,0	3,2	19,7	6,0
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	533,0	154,7	358,6	109,2

1/ Cifras sujetas a revisión.

2/ Proyecciones.

Fuente: Banco de la República.

Variación Ene-Jun 2001-2000		Ejecución Ene-Dic, 2000		Proyección Ene-Dic, 2001		Variación Ene-Dic 2001-2000	
Absoluta	%	Flujos	Part. %	Flujos	Part. %	Absoluta	%
(190,3)	(21,7)	2.090,8	100,0	1.534,6	100,0	(556,2)	(26,6)
(175,1)	(20,5)	2.055,8	98,3	1.524,4	99,3	(531,4)	(25,8)
(112,5)	(17,6)	1.733,9	82,9	1.255,8	81,8	(478,1)	(27,6)
(82,8)	(25,5)	1.086,1	51,9	796,3	51,9	(289,8)	(26,7)
(4,5)	(37,6)	21,7	1,0	13,2	0,9	(8,5)	(39,1)
6,4	48,0	46,4	2,2	34,6	2,3	(11,8)	(25,4)
22,3	15,2	311,0	14,9	283,9	18,5	(27,1)	(8,7)
11,8	71,1	48,2	2,3	37,3	2,4	(10,9)	(22,6)
(51,9)	(64,0)	147,3	7,0	49,4	3,2	(97,9)	(66,5)
(13,8)	(29,8)	73,2	3,5	41,1	2,7	(32,1)	(43,8)
8,3	23,7	77,3	3,7	84,3	5,5	7,0	9,1
9,9	33,8	65,4	3,1	74,4	4,8	9,0	13,8
(1,0)	(19,6)	11,0	0,5	9,9	0,6	(1,1)	(10,0)
(0,6)	(96,4)	0,9	0,0	0,0	0,0	(0,9)	(100,0)
(72,4)	(55,5)	170,0	8,1	109,0	7,1	(61,0)	(35,9)
(1,1)	(72,9)	2,8	0,1	20,8	1,4	18,0	632,1
(21,2)	(97,9)	22,5	1,1	0,5	0,0	(22,0)	(97,8)
23,9	92,9	49,3	2,4	54,0	3,5	4,7	9,5
(15,2)	(66,3)	35,0	1,7	10,2	0,7	(24,8)	(70,8)
(16,0)	(4,6)	654,9	100,0	712,2	100,0	57,3	8,7
(24,7)	(7,4)	642,2	98,1	686,0	96,3	43,8	6,8
(5,7)	(5,2)	219,1	33,5	202,3	28,4	(16,8)	(7,7)
26,3	39,8	125,5	19,2	176,1	24,7	50,6	40,3
(29,6)	(83,5)	71,4	10,9	14,9	2,1	(56,5)	(79,1)
(2,4)	(32,2)	22,2	3,4	11,3	1,6	(10,9)	(49,1)
(1,1)	(11,1)	17,8	2,7	14,6	2,1	(3,2)	(17,8)
(29,7)	(47,2)	77,4	11,8	87,9	12,3	10,5	13,6
(14,9)	(72,2)	27,1	4,1	13,8	1,9	(13,3)	(49,1)
(17,0)	(58,6)	34,7	5,3	24,1	3,4	(10,6)	(30,6)
2,2	16,2	15,5	2,4	50,0	7,0	34,5	221,8
5,8	206,8	17,7	2,7	34,3	4,8	16,6	93,6
2,1	2,9	150,6	23,0	160,7	22,6	10,1	6,7
11,1	56,5	52,5	8,0	75,6	10,6	23,1	44,0
(0,3)	(1,1)	48,8	7,5	53,6	7,5	4,7	9,7
0,5	50,0	2,0	0,3	3,7	0,5	1,7	85,0
0,9	52,9	4,1	0,6	5,4	0,8	1,3	31,7
0,1	7,6	6,0	0,9	5,8	0,8	(0,2)	(3,7)
(4,5)	(22,2)	31,7	4,8	35,8	5,0	4,1	13,1
(4,0)	(57,5)	14,5	2,2	6,3	0,9	(8,2)	(56,5)
8,7	79,7	12,7	1,9	26,2	3,7	13,5	106,6
(174,3)	(32,7)	1.435,9	219,3	822,5	115,5	(613,5)	(42,7)

los intereses y rendimientos con \$527,9 mm, dentro de los cuales sobresalen los correspondientes a las reservas internacionales, \$242,3 mm y a los TES adquiridos por operaciones de expansión monetaria, \$168,3 mm. Otros rubros con importancia para los ingresos, son: la diferencia en cambio por valoración de activos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales, \$58,0 mm, las comisiones, \$43,1 mm, y el rubro otros operacionales, \$49,6 mm, el cual, básicamente, proviene de recuperación de provisiones de cartera de créditos.

En orden de importancia, los principales renglones de egreso, son: la remuneración del encaje, \$92,6 mm, los gastos de personal, \$76,2 mm, la diferencia en cambio por cuenta del incremento del valor en pesos de los pasivos en moneda extranjera, \$33,2 mm, la provisión para pensiones, \$30,6 mm, los gastos generales, \$23,1 mm, los gastos no operacionales, \$19,7 mm, y las provisiones, depreciaciones y amortizaciones, \$15,8 mm. Los gastos de personal presentan un incremento anual del 2,9% y los generales una caída de 1,1%, frente al mismo período del año anterior.

Para el año completo, se proyecta utilidades por un monto aproximado de \$822 mm, producto de ingresos por \$1.534,6 mm y egresos por \$712,2 mm. Los ingresos estimados para el año, provienen principalmente del rendimiento proyectado de las reservas internacionales (\$796 mm). Esta proyección no incorpora posibles efectos por variación de las tasas de cambio e interés del portafolio de reservas entre junio y diciembre. En el primer semestre estos efectos representaron una disminución de US\$131 m en el rendimiento bruto en dólares de las reservas internacionales, los cuales fueron US\$236.8 m. Por esta razón, la proyección de los ingresos y la de las utilidades del Banco están sujetos a la incertidumbre sobre la evolución futura de las tasas de cambio y de interés internacionales.

En lo correspondiente a los egresos, se proyecta un crecimiento de 8,7% con respecto a lo ejecutado en el año 2000. Se destacan los siguientes rubros: i) \$202,3 mm por pago de intereses y rendimientos; ii) \$160,7 mm por gastos de personal; iii) diferencias en cambio \$87,9 mm; iv) \$75,6 mm por pensiones de jubilación, y v) \$53,6 mm por gastos generales. Cabe destacar que los gastos de personal presentan un crecimiento anual de 6,7%. Los egresos por diferencias en cambio presentan una contrapartida en los ingresos por \$109 mm, por lo cual el efecto neto es positivo para el estado de resultados.

Recuadro 2

SISTEMA DE PAGOS

El sistema de pagos es el conjunto de instrumentos, medios, normas y procedimientos utilizados por los agentes económicos para transferir fondos y efectuar pagos, desde aquellos asociados con negociaciones de bienes y servicios de bajo valor hasta operaciones financieras de alto valor. El sistema de pagos es un componente básico del sistema financiero y su función central es asegurar la circulación del dinero, dentro de un país y a nivel internacional, de una manera eficiente. Por todo ello, el sistema de pagos es un componente clave de la infraestructura que soporta la actividad económica en una economía de mercado.

La consciencia internacional sobre la importancia de un adecuado diseño del sistema de pagos, del seguimiento sistemático a su comportamiento y de la supervisión del mismo ha venido aumentando, pues se reconoce que todo ello contribuye críticamente a la solidez y eficiencia del mercado financiero.

Para los bancos centrales, el tema reviste un particular interés porque los problemas de entidades financieras en dificultades se manifiestan primero que todo en el sistema de pagos. Este puede luego transmitir la inestabilidad de una entidad a otra (riesgo sistémico). Un adecuado diseño y regulación del sistema de pagos puede contribuir a contener estos efectos, pero un mal diseño los exacerba. Los objetivos de los bancos centrales en este frente son reducir riesgos de crédito, liquidez, sistémico, legal, operativo y otros.

Adicionalmente, porque las acciones de los bancos centrales para llevar a cabo los objetivos de la política monetaria se llevan a cabo en el sistema de pagos. Por ello, la efectividad de la política monetaria depende de los medios a través de los cuales se transmiten las señales de política, lo cual requiere un sistema de pagos eficiente y confiable, ya que alteraciones en éste genera cambios inesperados e indeseables en la velocidad del dinero y la demanda de reservas bancarias (saldos de las cuentas de las entidades financieras en el banco central). La demanda de reservas depende también del diseño y características del sistema de pagos, en particular del mecanismo de liquidación (pago final) que se adopte, sea multilateral o bilateral, neto o bruto, en tiempo diferido o en tiempo real; de las políticas que adopten los bancos centrales de provisión de liquidez al sistema de pagos ("intradía", *overnight* o a plazos más amplios); así como de los mecanismos disponibles para afrontar faltantes e incumplimientos de entidades en dificultades que, en última instancia, inciden sobre el comportamiento del banco central como prestamista de última instancia y su manera de conducir la política monetaria.

A todo ello, se añade también que la eficiencia de los mecanismos de transferencia de dinero contribuye a la mayor productividad del sector real de la economía y de los mercados financieros y a la oferta de nuevos servicios bancarios para la sociedad en su conjunto.

Las anteriores razones, unidas al hecho de que las solas fuerzas del mercado pueden no bastar para alcanzar los objetivos de eficiencia y confiabilidad, explican que en casi todos los países haya algún grado de involucramiento del banco central en el sistema de pagos para cumplir con su mandato de velar por la estabilidad del sistema financiero y mantener la confianza en la moneda doméstica. Sus funciones en tal materia pueden incluir la prestación directa de diversos servicios asociados con la compensación y liquidación de pagos, así como la supervisión de este sistema.

La contribución del Banco de la República a la modernización y fortalecimiento del sistema de pagos en Colombia, en los planos operativo, regulativo e institucional, ha sido significativa desde comienzos de la década de los años 90, a través de la prestación de servicios electrónicos enfocados a facilitar y hacer más seguras, eficientes y económicas las transacciones que efectúan los intermediarios financieros y del mercado de capitales. De esta forma, se ha perseguido esencialmente un objetivo de apoyo al sector privado para promover la eficiencia y la competitividad del aparato productivo en general.

En la primera mitad de la década pasada, los esfuerzos se orientaron a sustituir los documentos físicos que predominaban para efectuar los pagos (cheques), tanto de las operaciones de bajo como de alto valor interbancarias, y en el mercado de títulos de deuda pública, por nuevos instrumentos de pago y medios de canalización de las órdenes e instrucciones electrónicos.

Así, en 1992 el Banco de la República puso en funcionamiento el Depósito Central de Valores (DCV) para el manejo de títulos valores desmaterializados emitidos o administrados por él mismo, así como los valores que constituyen inversiones forzosas o substitutivas a cargo de las entidades sujetas a la supervisión de la Superintendencia Bancaria, distintos de acciones. El DCV ha tenido un profundo impacto en el desarrollo, modernización y profundización del mercado de capitales en Colombia y, en especial, en el mercado de deuda pública. Gracias a su conexión automática con el sistema de cuentas de depósito, desde su comienzo ha sido posible aplicar el principio de entrega contra pago en la liquidación de las negociaciones de los títulos valores administrados por el DCV y, desde 1998, la liquidación bruta en tiempo real de este tipo de operaciones.

En 1993, se implementó el sistema de cuentas de depósito del Sistema Electrónico del Banco de la República (SEBRA), que constituye el mecanismo de transferencias de fondos y liquidación de las operaciones interbancarias de alto valor, disponible para una amplia gama de personas jurídicas públicas o privadas que requieren realizar operaciones con el Banco de la República (más de 150 establecimientos de crédito, intermediarios del mercado de capitales e inversionistas institucionales, así como la Dirección del Tesoro Nacional y el Instituto del Seguro Social). A través de este sistema se liquidan transacciones tales como operaciones de política monetaria, pagos de la Dirección del Tesoro, operaciones del mercado monetario interbancario, liquidación de fondos en las operaciones de títulos valores depositados en el DCV y otros, y los saldos de los sistemas de cámara de compensación. Las cuentas son de cubrimiento nacional.

Desde julio de 1998, toda operación que cursa por este sistema debe ajustarse al principio de liquidación bruta en tiempo real (LBTR), de forma que el sistema ejerce un control automático del saldo del originador del pago en línea y si éste no tiene suficientes fondos en su cuenta, la orden de pago es rechazada. Este mecanismo asegura la finalidad inmediata de la operación, le da altísima seguridad a los participantes y previene riesgos de crédito y la propagación del riesgo sistémico. De hecho, para ese momento sólo algunos países desarrollados y apenas un reducido número de países en desarrollo habían dado este importante paso en el diseño de sus sistemas de pago¹.

Para permitir la conexión en línea y tiempo real de los intermediarios financieros y de valores con el Banco de la República, se puso en funcionamiento el SEBRA, que es el portal de ingreso remoto a sus aplicaciones electrónicas que permite la comunicación con el Banco para la realización de las transacciones de una manera ágil, segura y eficiente, eliminando las instrucciones en papel.

En la segunda mitad de la década de los 90, el Banco de la República inició una segunda etapa de modernización en el sistema de pagos, cuyas prioridades se fijaron en lograr una mayor profundización y transparencia en el mercado de la deuda pública, en la modernización del canje de los cheques, en la implementación de sistemas electrónicos para los pagos de bajo valor y en las operaciones de

¹ El mecanismo de liquidación bruta en tiempo real, aunque contribuye en forma determinante a reducir los riesgos de contraparte y la propagación del riesgo sistémico, es muy exigente en el manejo de liquidez intradía. Para contribuir a su mejor funcionamiento, el Banco efectuó importantes ajustes en sus políticas de sistemas de pago, destacándose en especial que se introdujo a fines de 1998 los repos intradía, se revisó la secuencia de sus operaciones para darle más liquidez al sistema y mejorar la posición de caja con la que inician el día los intermediarios financieros y del mercado de capitales y la inter-relación del sistema de pagos de alto valor con el de otros sistemas de compensación, entre otras.

cambios internacionales. Es así como a partir de 1998 se pusieron en funcionamiento cuatro nuevos sistemas electrónicos administrados por el Banco de la República: a) El Sistema Electrónico de Negociación (SEN), sistema transaccional para la compraventa secundaria de títulos de deuda pública, interconectado con el DCV y el sistema de cuentas de depósito del Banco de la República, para el cumplimiento de las operaciones bajo el principio de entrega contra pago; b) El Sistema de Compensación Electrónica de Cheques (CEDEC), cámara automatizada para la transmisión electrónica de la información del canje, el cual se sigue compensando bajo un esquema de posiciones multilaterales netas y liquidando automáticamente contra las cuentas corrientes de las entidades bancarias en el Banco de la República, en la misma fecha valor de la presentación de los documentos al cobro; c) El Sistema de Compensación Electrónica Nacional Interbancaria (CENIT), cámara de compensación ACH, destinada a compensar bajo un esquema de "neteo" multilateral transferencias electrónicas tipo débito y crédito y a liquidarlas en forma automática contra las cuentas corrientes de las entidades autorizadas en el Banco de la República, y d) El Sistema de Operaciones Internacionales (SOI), mediante el cual se atiende el trámite de operaciones de convenios internacionales, de giros y reintegros y de transacciones con organismos internacionales.

Los resultados de estos esfuerzos son evidentes. Los intermediarios financieros y del mercado de capitales tienen hoy en día plena consciencia de que las transferencias electrónicas de fondos a través del SEBRA son el medio más seguro, oportuno y eficiente para el pago de las obligaciones interbancarias y del mercado de valores, de forma que el uso del cheque para estos efectos es cada vez más limitado y se restringe básicamente a operaciones de bajo valor, perdiendo incluso en esta área participación relativa frente a los pagos electrónicos (ACH, tarjetas débito, sistemas de audiorespuesta, etc).

Así, el número de operaciones canalizadas a través del SEBRA por transferencias de fondos y pago de transacciones en el DCV pasó de 157 mil en 1996 a 545 mil en 2000 y, en el primer cuatrimestre de 2001 supera en cerca de 50% a lo observado en el mismo período de 2000. En valor, su monto pasó de \$291 mil millones (mm) en 1996 a \$1.154 mm en 2000 y supera en 2001 en cerca de 20% el monto transferido en el primer cuatrimestre de 2000. En lo que concierne al DCV, el saldo de capital de los títulos depositados (que incluye TES y otros títulos de deuda del Gobierno Nacional, TDA de Finagro y bonos de Fogafin) pasó de \$1,3 billones en 1994, a \$9,1 billones en 1996 y \$38,1 billones en 2000. Y el valor mensual promedio de las operaciones con títulos de deuda pública negociadas en el SEN ha crecido exponencialmente, desde menos de \$0,5 billones en 1999, a \$1,2 billones en 2000 y más de \$4 billones en lo corrido de 2001.

Por su parte, el uso del cheque ha decrecido considerablemente, como ya se comentó. Mientras que en 1996 se emitieron alrededor de 280 millones de cheques por un valor de \$644 billones, durante el año 2000 se emitieron 130 millones de cheques por un monto cercano a los \$443 billones. De estos, 100 millones de cheques (77%), por un valor cercano a los 340 billones, fueron compensados a través de la cámara de compensación interbancaria del Banco de la República, mientras que el resto fue compensado en el interior de las entidades crediticias.

La utilización de instrumentos electrónicos de pagos para operaciones de bajo valor cuenta aún con un bajo nivel de penetración en el mercado colombiano, por razón fundamentalmente de su lenta incorporación dentro del portafolio de servicios de las entidades bancarias, si bien es evidente que han ganado participación relativa frente al cheque. Y aunque el número de transacciones cursadas a través de las ACH Colombia (de propiedad privada) y Cenit (del Banco de la República) avanzó de menos de un millón en 1998 a cerca de tres millones en 2000, los demás medios de esta naturaleza, como son las tarjetas débito y crédito y el uso de cajeros automáticos (ATM), POS (puntos de venta), etc., presenta un estancamiento en términos de transacciones desde 1998 y una importante caída en términos (reales) de valor.

Ello se explica por la incidencia del gravamen a los movimientos financieros (del tres por mil en la actualidad), que ha incidido (conjuntamente con la reducción en la tasa de interés nominal) en el rápido aumento de la demanda de efectivo en años recientes. Así, mientras que en el trienio 1990-1992 la relación efectivo/PIB fue del 3,5%, cayendo al 3,4% en 1993-1995 y al 3,3% en 1996-1998, aumentó al 4,0% en 1999 y al 4,2% en 2000.

Como conclusión de todo lo anterior, es clara la contribución del Banco de la República al desarrollo y modernización del sistema de pagos en Colombia, con lo cual, de una parte, facilita la ejecución de la política monetaria, le da estabilidad a la demanda de medios de pago y es un importante elemento de soporte a la solidez del sistema financiero y a la confianza del público en el dinero, y de otra, contribuye a la eficiencia y productividad del sector financiero y le provee un potencial para facilitar que presten nuevos servicios a sus usuarios y al público en general, todo lo cual debe contribuir a la competitividad del sector y a reducir los márgenes de intermediación.

Recuadro 3

FUNCIONES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

La Constitución Política enuncia en su artículo 371 las funciones básicas del Banco de la República: regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito; emitir la moneda legal; administrar las reservas internacionales; ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de créditos; y servir como agente fiscal del gobierno. Por su parte, la Ley 31 de 1992 que desarrolló la forma como el Banco da cumplimiento a estas funciones, consagró que continuaría adelantando la actividad cultural que con anterioridad a la vigencia de la Constitución Política de 1991 venía realizando en todo el país.

La actual estructura organizacional del Banco responde al cumplimiento de dichas funciones de la siguiente manera:

- Como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, la Junta Directiva se apoya para el cumplimiento de sus funciones en las subgerencias de Estudios Económicos y Monetaria y de Reservas. En dichas dependencias se preparan los distintos estudios técnicos que sustentan sus decisiones. Adicionalmente, en ellas se preparan trabajos relacionados con el comportamiento económico del país en el corto y largo plazo. Son bien conocidos los esfuerzos del Banco por contar con economistas de las mejores calidades y de su capacitación en el país y en el exterior.
- Como emisor de la moneda legal el Banco de la República cuenta con una Imprenta de Billetes en Bogotá y una Fábrica de Moneda en Ibagué, en donde se elaboran las especies monetarias que circulan en el país. La calidad de la producción de monedas y billetes es reconocida a nivel internacional. Prueba de ello es que el Banco de la República ha producido en el pasado especies monetarias para otros países, Ecuador y Costa Rica. Además, como banco emisor debe velar porque las especies monetarias circulen en todo el territorio nacional, lo que realiza principalmente a través de sus sucursales en las principales ciudades del país. En la actualidad se viene construyendo en Bogotá una central de efectivo que permitirá integrar las operaciones de la Imprenta de Billetes y las de la Tesorería del Banco con una tecnología avanzada y con mayores dispositivos de seguridad.
- Como administrador de las reservas internacionales, el Banco de la República cuenta con un departamento encargado de administrar las reservas internacio-

nales del país. Como se indica en este Informe una parte de estas labores son realizadas con el concurso de entidades internacionales especializadas en su administración que siguen cuidadosamente las directrices fijadas por el Banco.

- Como prestamista de última instancia, el Banco cuenta con un departamento encargado de seguir de cerca el comportamiento de los establecimientos de crédito en general y de aquellos que en forma particular afronten problemas de liquidez que puedan requerir el apoyo por parte del Banco.
- Como banquero de bancos, el Banco de la República ha venido desarrollando sistemas electrónicos que agilizan las operaciones interbancarias. Este es el caso del Sistema Electrónico de Negociación (SEN), que facilita la transacción de la deuda pública, del Sistema de Compensación Electrónica de Cheques (CEDEC), que permite la compensación interbancaria de cheques de manera electrónica, y del Sistema de Compensación Electrónica Nacional Interbancaria (CENIT), que busca agilizar las transacciones del Banco con terceros. A esto se suma el servicio prestado por el Depósito Central de Valores, herramienta fundamental para el manejo de la deuda pública del país. La labor que desarrolla el Banco en este frente es crucial para asegurar el sistema de pagos del país y de sus transacciones con el exterior.
- Como prestador de servicios culturales, el Banco de la República continúa prestando los servicios culturales en Bogotá con el Museo del Oro; la Biblioteca Luis-Ángel Arango; el Museo Numismático que se encuentra en la Casa de Moneda; las exposiciones de arte que se presentan con la donación realizada el año pasado por el maestro Fernando Botero, y las muestras de la colección permanente del Banco. Fuera de Bogotá, las actividades culturales se centran en los servicios de bibliotecas; salas de música, y Museo del Oro.