

NOTA EDITORIAL

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I. INTRODUCCIÓN

La política económica en el año 2000 enfrenta uno de los retos más difíciles de toda su historia: lograr una recuperación firme y sostenida de la economía colombiana, consolidando al mismo tiempo los avances obtenidos en materia de inflación. Ello requiere una combinación adecuada de políticas monetaria, fiscal y financiera que faciliten la reactivación de la economía. Se trata de un proceso que tomará algún tiempo, pues así como los desequilibrios macroeconómicos que dieron origen a la crisis se incubaron lentamente, no puede esperarse que su corrección se produzca en pocos meses.

El programa macroeconómico que se está llevando a cabo hace frente a este reto con todas las herramientas disponibles. Se trata de un programa responsable que se inspira en una visión de desarrollo sostenible que aprovecha los enormes potenciales de nuestra economía. La política monetaria, como componente fundamental de este programa juega un papel crucial en garantizar esa sostenibilidad. La política que se viene realizando ha contribuido a la reactivación, sin pretender inducir un estímulo insostenible sobre la economía mediante una expansión monetaria sorpresiva. Un estímulo de tal naturaleza sería efímero y llevaría a una aceleración de la inflación. Esto tendría además perversas consecuencias sobre la distribución del ingreso y sobre

el propio crecimiento más allá del muy corto plazo. Sin reformas estructurales que corrijan los desequilibrios macroeconómicos no se podrá alcanzar un crecimiento sostenido de largo plazo.

Las características y objetivos del programa macroeconómico en mención fueron explicados con amplitud en el Informe al Congreso de marzo del presente año. Las metas de desempeño trimestral trazadas en el programa se han venido cumpliendo de manera rigurosa. En primer término, la política monetaria viene consolidando su estrategia de reducción de la inflación, para lo cual la Junta Directiva del Banco de la República ha adelantado un monitoreo constante de la evolución y perspectivas de la inflación, a fin de ajustar los instrumentos de política para alcanzar la meta de inflación del 10% en el presente año, y no superior al 8% en el 2001. Asimismo, la Junta ha hecho un seguimiento permanente del comportamiento de los agregados monetarios, para asegurar que su evolución sea compatible con la meta de inflación y atienda los requerimientos de liquidez de la economía, de acuerdo con la tasa de crecimiento proyectada en el programa macroeconómico.

En cuanto a la política cambiaria, se han mantenido las reglas dispuestas para evitar que la tasa de cambio sea extremadamente volátil y se cuenta con las subastas mensuales de opciones para acumular reservas internacionales. En materia de regulación se flexibilizó el régimen, al permitírsele la participación de los corredores de bolsa como intermediarios del mercado cambiario, y se avanzó en la promoción de los mecanismos de cobertura cambiaria, al permitir la participación de un mayor número de agentes, tanto nacionales como extranjeros y, adicionalmente, se autorizaron nuevas operaciones.

La política fiscal, por su parte, continúa avanzando en el difícil proceso de saneamiento de las finanzas públicas. Las metas del programa de ajuste que establecen un máximo para el déficit acumulado trimestral del sector público consolidado se cumplieron para los trimestres terminados en diciembre y marzo pasados. En efecto, el esfuerzo de ajuste fiscal aunado a los buenos resultados del sector de hidrocarburos, ante los elevados precios internacionales del petróleo, han permitido cumplir las metas fiscales y hacen viable un déficit consolidado no superior al 3,6% del PIB al finalizar el año 2000, inferior al 5,4% del PIB observado en 1999. Sin embargo, se trata de un esfuerzo de ajuste que agotará el margen de maniobra que el sector público posee dentro de la normatividad vigente. Por ello, la continuidad de este proceso en los

próximos años dependerá de que el Congreso apruebe las reformas legales necesarias para una corrección estructural del crecimiento del gasto.

En cuanto a la política financiera, durante el primer semestre se ha continuado con el programa de reestructuración del sector financiero, a través de la capitalización de las entidades financieras públicas y privadas con el objeto de mejorar su situación patrimonial y reactivar su actividad crediticia. Esta capitalización se ha financiado mediante la emisión de bonos de Fogafin, recursos del impuesto a las transacciones financieras y fondos provenientes del sector privado. Por su parte, el alivio a los deudores hipotecarios, financiado mediante la emisión de TES, ha contribuido a frenar el deterioro de la cartera hipotecaria vencida, a la vez que ha incrementado la capacidad de consumo de los hogares.

En el mes de junio la inflación anual ascendió a 9,7%, nivel que es coherente con la meta de inflación trazada para el presente año. Sin embargo, su evolución a lo largo del primer semestre no ha sido uniforme: durante los primeros meses del año se presentó un repunte en la tasa de inflación como consecuencia de fenómenos transitorios relacionados con el ciclo de precios de los alimentos. Este comportamiento estaba previsto, dada la marcada estacionalidad que caracteriza importantes bienes de la canasta familiar como la papa, verduras, hortalizas, leche, y otros. En los meses de mayo y junio esta tendencia comenzó a revertirse, favoreciendo reducciones en los precios de los alimentos, lo que facilitará mantener la inflación dentro de los límites establecidos para el año 2000.

El esfuerzo coordinado de política económica comienza ya a rendir sus frutos. Durante el primer trimestre de 2000 la economía creció 2,2%, lo cual constituye el primer crecimiento anual positivo que se observa desde el segundo trimestre de 1998. Como se describe más adelante, el crecimiento señalado estuvo liderado por la significativa recuperación del sector industrial, estimulado por el aumento de las exportaciones y el de otras industrias relacionadas con sectores menos transables. Aunque la recuperación económica aún necesita consolidarse, el resultado obtenido en el primer trimestre tiende a generar una dinámica positiva, que al estar acompañada de una política macroeconómica sana y coherente deberá conducir a la recuperación definitiva.

No sobra señalar que la consolidación de esta recuperación económica en el segundo semestre de este año y durante el año 2001 requiere

evitar que la financiación del déficit fiscal llegue a presionar las tasas de interés en momentos en que la demanda agregada se ha empezado a recuperar. La sostenibilidad fiscal sólo será posible si la nueva legislación ayuda a reducir las presiones de gastos territoriales y pensionales, lo cual reforzará la credibilidad de este proceso y facilitará el financiamiento del Gobierno.

En cuanto a las reservas internacionales y la situación financiera del Banco de la República, es de destacar el incremento de las primeras en lo corrido del presente año y un resultado operacional positivo cercano a los \$500 miles de millones (mm) en el primer semestre del año 2000.

El Informe que se presenta al Honorable Congreso de la República en esta oportunidad se divide en cinco capítulos. En el capítulo II se describen la política monetaria, crediticia y cambiaria; la balanza de pagos, la política fiscal, y la política financiera. En el capítulo III se discuten los resultados de la inflación y sus tendencias básicas. En el capítulo IV se describen los resultados de actividad económica y empleo para el primer trimestre. Por último, se presenta en el capítulo V la situación financiera y de reservas internacionales del Banco de la República.

II. POLÍTICA MACROECONÓMICA

A. Política monetaria y cambiaria

1. Principales lineamientos de la política monetaria

El objetivo fundamental de largo plazo de la política monetaria en Colombia es mantener la capacidad adquisitiva de la moneda para lograr las mayores tasas posibles de crecimiento económico y generación de empleo, en coordinación con la política económica general. Para cumplir este propósito, y obedeciendo las leyes que regulan la actividad de la banca central en el país, la Junta Directiva del Banco de la República ha establecido en los últimos ocho años metas de inflación de acuerdo con el Gobierno Nacional. Las decisiones en materia de política monetaria se han tomado con el propósito de garantizar el cumplimiento de dichas metas y el logro de las tasas de crecimiento contenidas en los respectivos programas macroeconómicos.

Con la eliminación de la banda cambiaria se ha hecho más directo el papel que desempeña la política monetaria. Bajo estas nuevas circunstancias, el régimen monetario hacia el que se mueve el Banco de la República en la actualidad es uno de *inflación objetivo*. Dada una proyección de crecimiento económico y un grado de utilización de los factores productivos, esta estrategia monetaria descansa sobre tres elementos básicos. En primer lugar, en la definición y anuncio explícito de una meta cuantitativa de inflación. Segundo, en el establecimiento de una serie de estrategias de política que dependen de la evaluación que el propio banco central efectúe sobre la situación inflacionaria en un momento determinado y sobre la probabilidad de alcanzar la meta de inflación. Y en tercer lugar, en la definición de mecanismos que otorguen transparencia a la gestión de la autoridad monetaria y que dejen en claro la responsabilidad que le atañe en el cumplimiento o no de la meta de inflación.

La estrategia monetaria del Banco de la República en la actualidad reúne los principales elementos que caracterizan a un régimen de *inflación objetivo*. La Junta, además de definir una meta de inflación anual que se hace pública, efectúa regularmente una evaluación detallada de las presiones inflacionarias y realiza pronósticos de inflación. Estos elementos le permiten a la autoridad monetaria obtener una idea de qué tan factible es lograr el cumplimiento de la meta de inflación y, sobre esta base, y una evaluación general de la economía, decidir si se requiere o no efectuar cambios en la postura de la política monetaria. Así mismo, la Junta cuenta con mecanismos de divulgación de su gestión y de la evaluación que realiza de la situación inflacionaria (Informe sobre Inflación) que permiten garantizar la transparencia de todo el proceso.

La caracterización del régimen monetario vigente en Colombia en torno a un objetivo de inflación no impide que el Banco de la República otorgue un papel muy importante a los agregados monetarios. De hecho, la Junta además de definir una meta final de inflación, determina valores de referencia de los agregados monetarios, que considera coherentes con la meta de inflación. Las desviaciones del crecimiento monetario respecto al implícito en esos valores son normalmente interpretadas por la autoridad monetaria como una señal de que la inflación podría alejarse de la meta cuantitativa previamente definida.

Este esquema, que guarda alguna similitud con el utilizado por el Banco Central Europeo (BCE), se justifica en el caso colombiano en la me-

dida en que el comportamiento del dinero sigue siendo crucial para entender la evolución de los precios en el mediano y largo plazo. De igual manera, la mayor incertidumbre asociada a los pronósticos de inflación, debido tanto al cambio reciente del régimen cambiario como al rápido quiebre de la inflación de niveles del 20% anual al 10%, hacen conveniente adoptar una posición pragmática que utilice los agregados monetarios como indicadores importantes de la posibilidad del logro de la meta de inflación.

La existencia de un valor de referencia monetario no significa, sin embargo, que la Junta actúe de manera mecánica para corregir cualquier desviación de corto plazo de la base monetaria respecto a dicho valor. Esto explica por qué en diversas ocasiones, a lo largo del año, la base monetaria se ha situado por encima del techo del corredor o por debajo de su piso, sin que ello haya motivado la reacción de la Junta para cambiar la postura de la política monetaria. De igual manera, la existencia de esta meta intermedia tampoco significa que ella sea inalterable. Las autoridades monetarias pueden eventualmente ajustar el corredor si la evaluación periódica que efectúa el Banco de la República del comportamiento de la base y de los supuestos sobre los cuales se construyó su corredor da pie para ello. Bajo el anterior esquema, la Junta estableció las metas de política monetaria coherentes con sus objetivos de inflación y suministro adecuado de liquidez para el año 2000.

La Junta Directiva del Banco de la República ha venido monitoreando el comportamiento de la base monetaria, del agregado M3 más bonos, del crecimiento de los créditos público y privado, y de las tendencias de la inflación observada y la proyectada. En la medida en que se presenten desviaciones de la inflación esperada respecto a la meta o factores que afecten su cumplimiento, el Banco podrá entrar a modificar sus instrumentos de política. Este manejo se ajusta al criterio según el cual la política monetaria debe reaccionar cuando, basado en un análisis de la economía, se concluya que existen, o se anticipen, desviaciones no justificables de los agregados monetarios respecto a sus valores de referencia, o se prevean dificultades para cumplir la meta de inflación.

En particular, durante el primer semestre, el principal reto de la política monetaria ha sido el suministro adecuado de liquidez dentro de un mercado interbancario bastante peculiar. Ante las dificultades de acceso de algunas entidades financieras al mercado interbancario (en especial entidades públicas) la tasa de colocación de los REPO registró una

gran volatilidad, sin que ello hubiese reflejado la verdadera situación de liquidez de la economía. De esta forma, se evidenció una situación de fraccionamiento del mercado interbancario, en el cual la mayoría de los intermediarios financieros presentaba excesos de liquidez mientras que la minoría registraba faltantes. Este comportamiento generó una fuerte disparidad entre las tasas de contracción y expansión del emisor y por lo tanto, confusión por parte de algunos operadores y analistas del mercado. Ante las restricciones de acceso al mercado interbancario, el Banco de la República se convirtió en la fuente principal de recursos para varias entidades financieras, a las cuales suministra liquidez de corto plazo, al tiempo que efectúa operaciones de contracción monetaria con el resto del sistema financiero.

Para hacer frente a esta situación de fraccionamiento, sin que se generara una volatilidad excesiva de la tasa de interés interbancaria, la Junta Directiva del Banco de la República adoptó varias medidas. La primera, tomada a finales de enero, restableció las subastas de las OMA de contracción¹ con plazo único de 14 días y rediseñó sus mecanismos y reglas de operación. Inicialmente, la Junta estableció una tasa de corte máxima para las subastas de contracción de 10%, dos puntos porcentuales más baja que la tasa mínima de expansión. De otra parte, la tasa de interés de ventanilla de contracción (6%) se mantuvo al mismo nivel que la de diciembre de 1999, y la tasa mínima de corte de las subastas de expansión y la de ventanilla se mantuvieron en 12% y 18%, respectivamente.

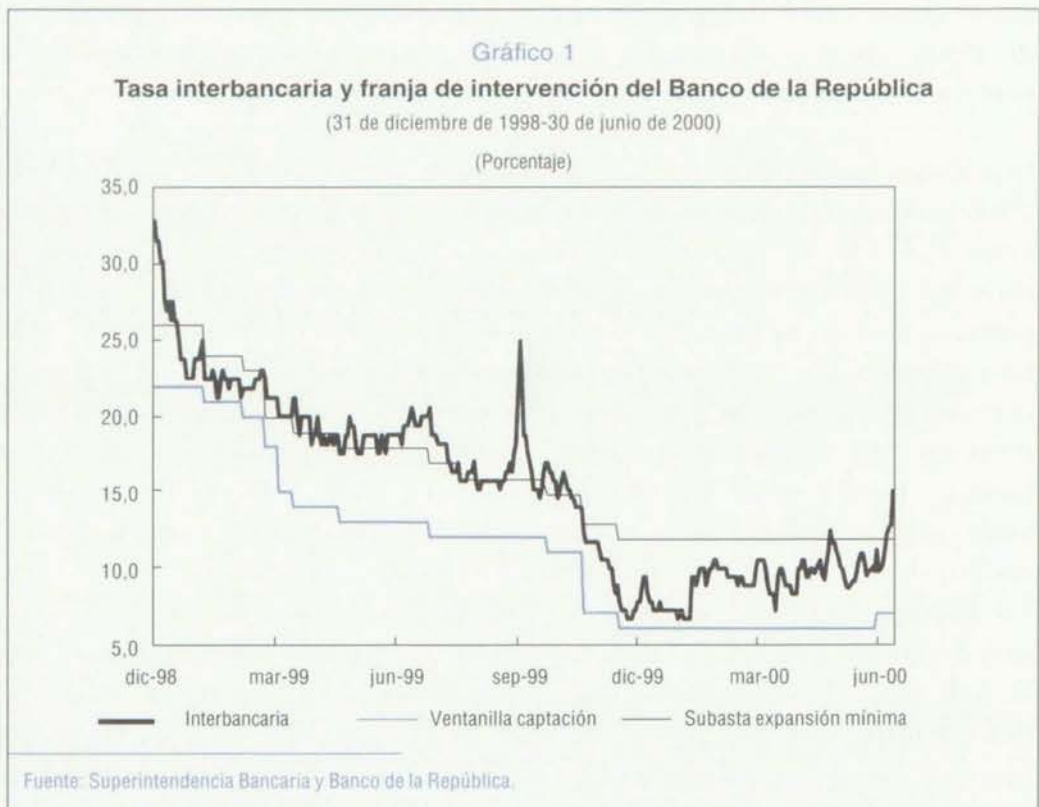
Este esquema de intervención se mantuvo inalterado hasta junio 19 de 2000 cuando la Junta Directiva decidió reducir la dispersión en dichas tasas con el fin de hacer más directa la relación entre la política monetaria y las tasas de interés de intervención del Banco. Para ello, por una parte, aumentó la tasa de contracción por ventanilla de 6% a 7%, y la tasa máxima de la subasta de contracción a 14 días de 10% a 11% y, por otra, redujo la tasa de la ventanilla de expansión de 18% a 17%. Se mantuvo en 12% la tasa mínima de las subastas de expansión, que es la básica a la cual se da liquidez al sistema financiero. Con ello la dispersión entre la tasa máxima de expansión y la mínima de contracción se redujo de 12 a 10 puntos porcentuales, lo cual contribuirá a una mayor estabilidad de la tasa de interés interbancaria. Adicionalmente, los cupos de las subastas para las operaciones de contracción y de expansión se han ajustado de acuerdo con el programa monetario y las necesidades coyunturales de liquidez. Por último, y con el fin de simplificar las operaciones de expansión y contracción con relación a las subastas exis-

tentes, se eliminaron las subastas de REPO a siete días y se suspendió temporalmente la compra definitiva de TES.

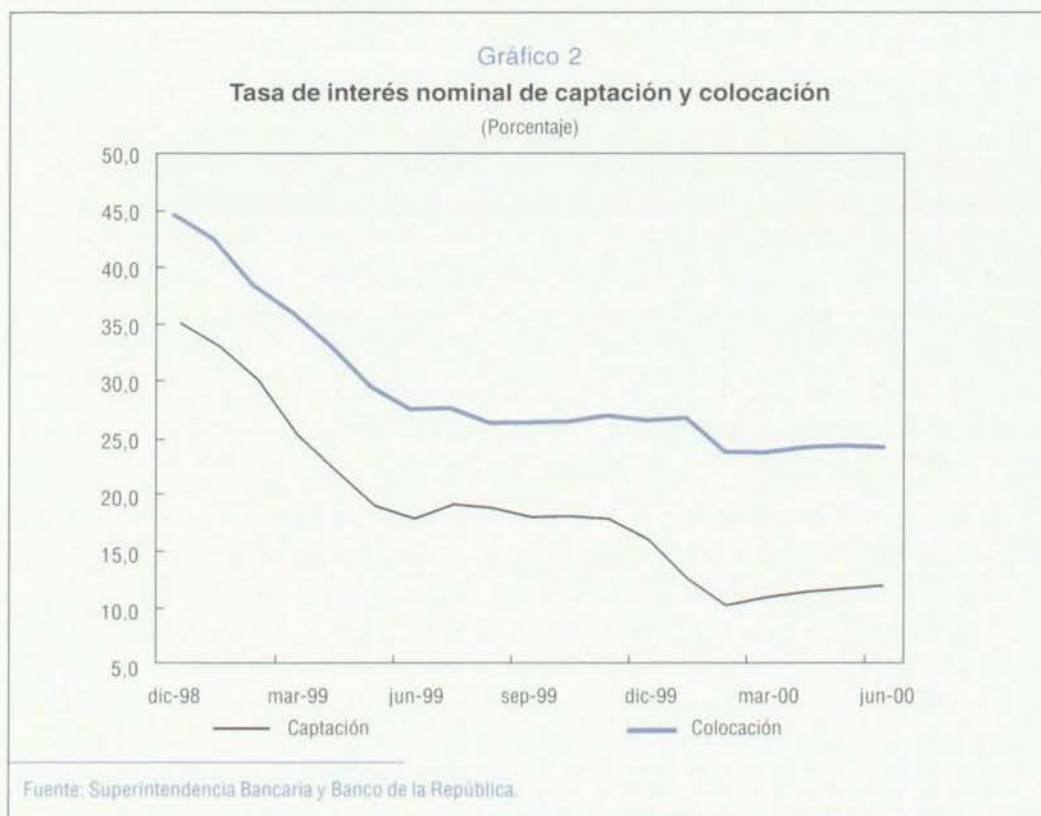
Otra medida importante que se tomó el siete de marzo, consistió en la compra transitoria de títulos Fogafin-Banca Pública, por un valor de \$499 mm de acuerdo con el programa definido entre el Banco de la República y Fogafin. De esta forma, se buscó facilitar el proceso de desmonte de las operaciones del Banco Central Hipotecario (BCH), sin que ello afectara a quienes habían confiado sus ahorros a esta institución. Con la compra de estos títulos se sustituyó parcialmente la oferta de liquidez transitoria a los bancos públicos por una fuente de liquidez más permanente, reduciéndose así la presión sobre las tasas de interés del mercado.

2. Tasas de interés

El comportamiento de la tasa de interés interbancaria nominal promedio muestra que en enero ésta se ubicó en 7,3%, entre febrero y abril se estabilizó alrededor de 9,4%, y a partir de mayo ha presentado una leve tendencia al alza hasta situarse en junio en 10,9% (Gráfico 1).



La tasa DTF y la tasa de colocación nominales alcanzaron en junio de 2000 niveles promedio de 12% y 24%, respectivamente, mostrando reducciones de 4,1 y 2,4 puntos porcentuales frente a los niveles observados en diciembre de 1999 (gráficos 2 y 3).

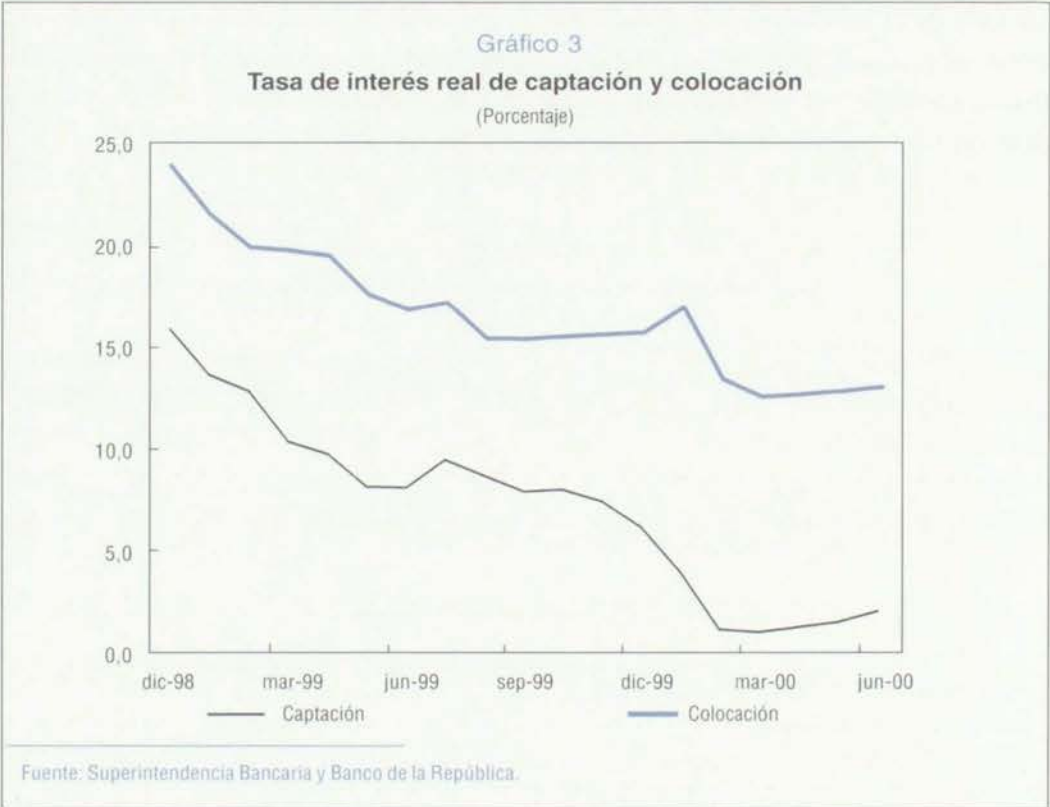


3. Agregados monetarios

El objetivo de la política monetaria, en cuanto a permitir un suministro adecuado de liquidez a la economía, tuvo su reflejo en el comportamiento de los agregados monetarios como se describe a continuación.

a. Base monetaria

En lo que ha transcurrido del año 2000, el promedio móvil de orden 20 de la base monetaria se ha mantenido oscilando alrededor del límite superior de su corredor indicativo. El comportamiento de la base monetaria a comienzos de año estuvo antecedido por las expectativas creadas por el cambio de milenio. Así, durante los últimos días de diciembre, tanto el público como el sistema financiero aumentaron de manera inusual sus demandas de efectivo y de reserva bancaria, razón por la cual el promedio móvil diario de orden 20 de la base monetaria terminó 1,9%



por encima del límite superior del corredor (Gráfico 4). No obstante, como era previsible, esta mayor expansión se revirtió durante los primeros días de enero, tan pronto cesaron los temores que había generado el cambio de milenio. Las últimas cifras disponibles al 30 de junio, sitúan la base monetaria en \$8.369 mm, con una tasa de crecimiento anual de 16,2%, y en el año corrido de -14,1%. Frente al corredor indicativo, su promedio móvil diario de orden 20 se situó 3,4% por encima del límite superior.

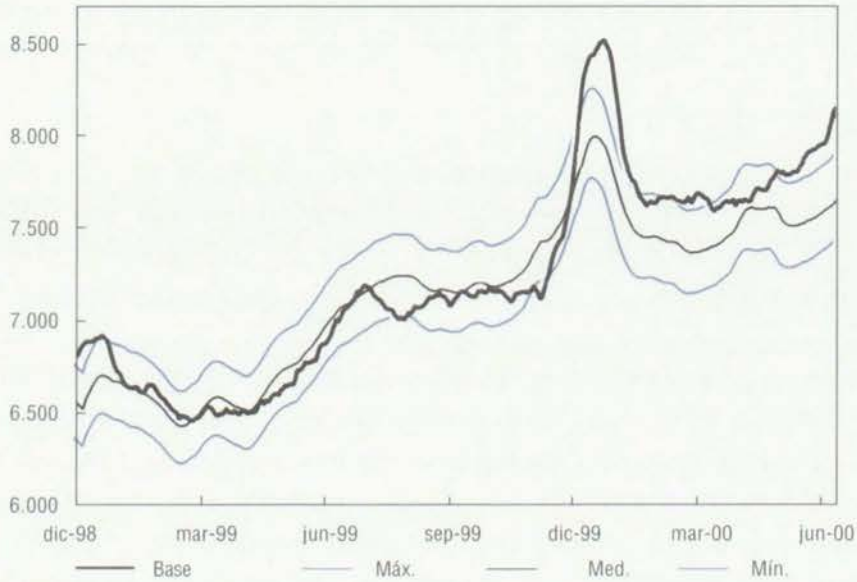
El Gráfico 5 muestra el ritmo de crecimiento del saldo promedio de la base monetaria *ajustada*, en el cual se calculó la demanda de reservas utilizando la estructura actual del encaje promedio (4,6%). Con esto se evita perturbaciones sobre la base motivadas por cambios en la política de encajes como la ocurrida en diciembre de 1999, cuando transitoriamente se bajó el encaje promedio y se extendió el período de referencia para el cumplimiento del requisito de encaje de dos a tres semanas. Como se observa a lo largo de este primer semestre, el crecimiento de la base ajustada se ha mantenido estable, alrededor de 18%. Desde el punto de vista de sus usos, esta estabilidad en el crecimiento de la base ajusta-

Gráfico 4

Base monetaria. Promedio móvil diario de orden 20

(30 de diciembre de 1998-30 de junio de 2000)

(Miles de millones de pesos)



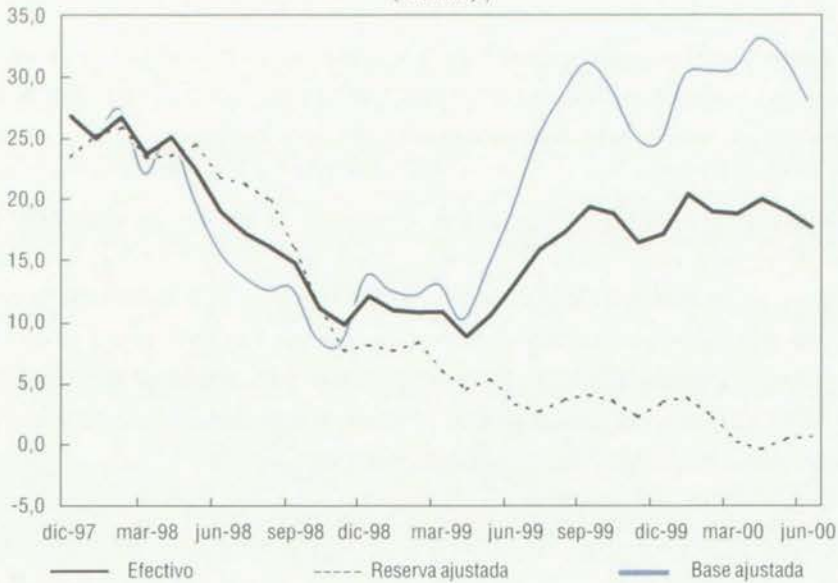
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5

Base monetaria ajustada y sus usos

Tasas de crecimiento anual del saldo promedio mensual

(Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

da se explica por cuanto el mayor ritmo del efectivo se compensó por el menor ritmo de crecimiento de la reserva bancaria ajustada, que disminuyó de 3,9% en enero a 0,7% en junio de 2000. El lento crecimiento de la reserva ajustada se explica por el bajo dinamismo de los pasivos sujetos a encaje (PSE) y, como consecuencia, de la normalización de la demanda de reserva del sistema financiero, una vez desaparecieron los temores por el cambio de milenio.

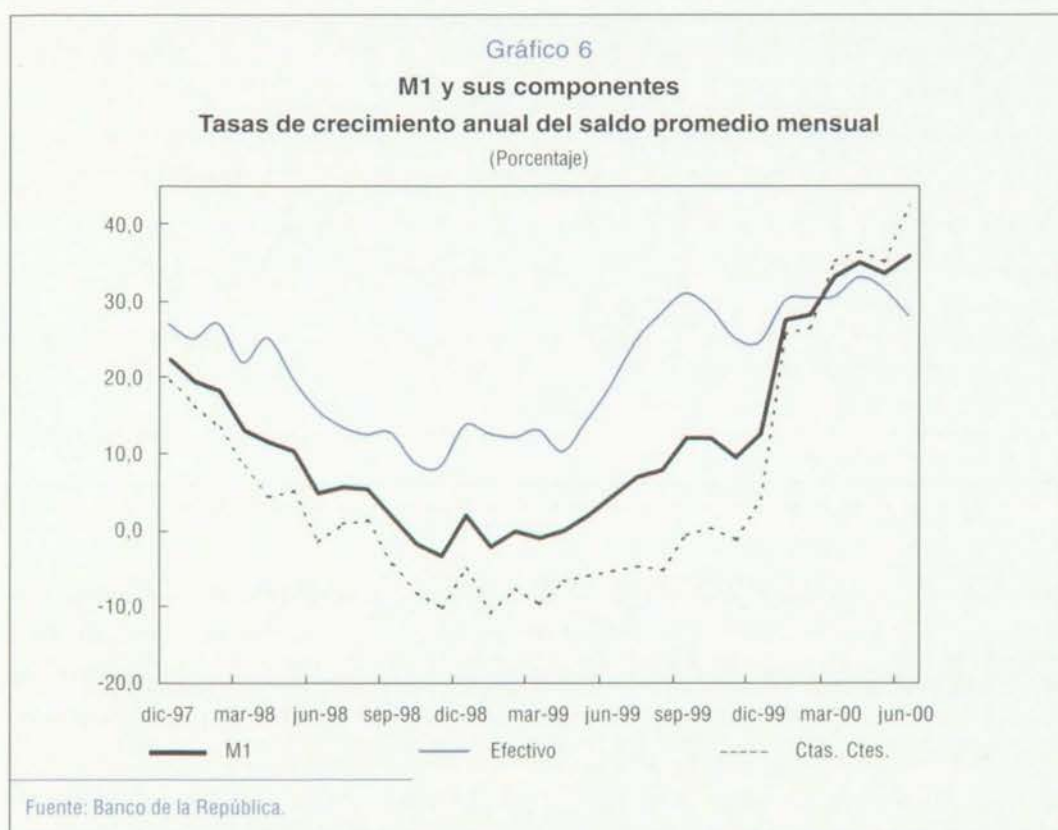
Por su parte, el ritmo de crecimiento del efectivo continuó su tendencia ascendente hasta abril cuando llegó a 32,9%, finalizando en junio en 27,9%. Al parecer, la mayor tasa de crecimiento del efectivo obedece, entre otras razones, a que el público aún continúa adaptándose a los efectos del impuesto del dos por mil sobre las transacciones financieras, y a la apreciable reducción en las tasas de interés que ha disminuido el costo de oportunidad de mantener efectivo. Este incremento en la demanda de efectivo es una de las principales razones por las cuales el promedio móvil de orden 20 de la base monetaria se ha mantenido sistemáticamente en el borde superior de su respectivo corredor. Ello sugiere que son factores de demanda, probablemente permanentes, más que factores de oferta los que explican esa trayectoria. En este sentido puede afirmarse que la evolución de la base monetaria por el techo de su corredor no generó excesos de oferta de dinero que puedan manifestarse en presiones inflacionarias. Si se mantiene la tendencia de la base por razones exógenas que no impliquen presiones inflacionarias la Junta ajustará sus valores de referencia.

Desde comienzos del año, el impuesto del dos por mil a las transacciones financieras ha inducido un aumento de la preferencia por efectivo y depósitos en cuenta corriente por parte de los agentes de la economía. Este cambio no fue previsto en la elaboración de la programación monetaria para el año 2000 y, en consecuencia, a lo largo del año la demanda de efectivo ha superado lo inicialmente proyectado. La Junta ha reconocido y cuantificado este efecto, y ha decidido satisfacer la demanda nueva de efectivo, consciente de que dicha acción no tiene efectos adversos sobre la inflación, en la medida que la cantidad de dinero adicional no será destinada a presionar los mercados de bienes y servicios, sino mantenida como un acervo por el público.

b. Medios de pago M1

El saldo de M1 al 30 de junio cerró en \$12.766 mm con una variación respecto a la misma fecha del año anterior de 34,1%. La tasa de creci-

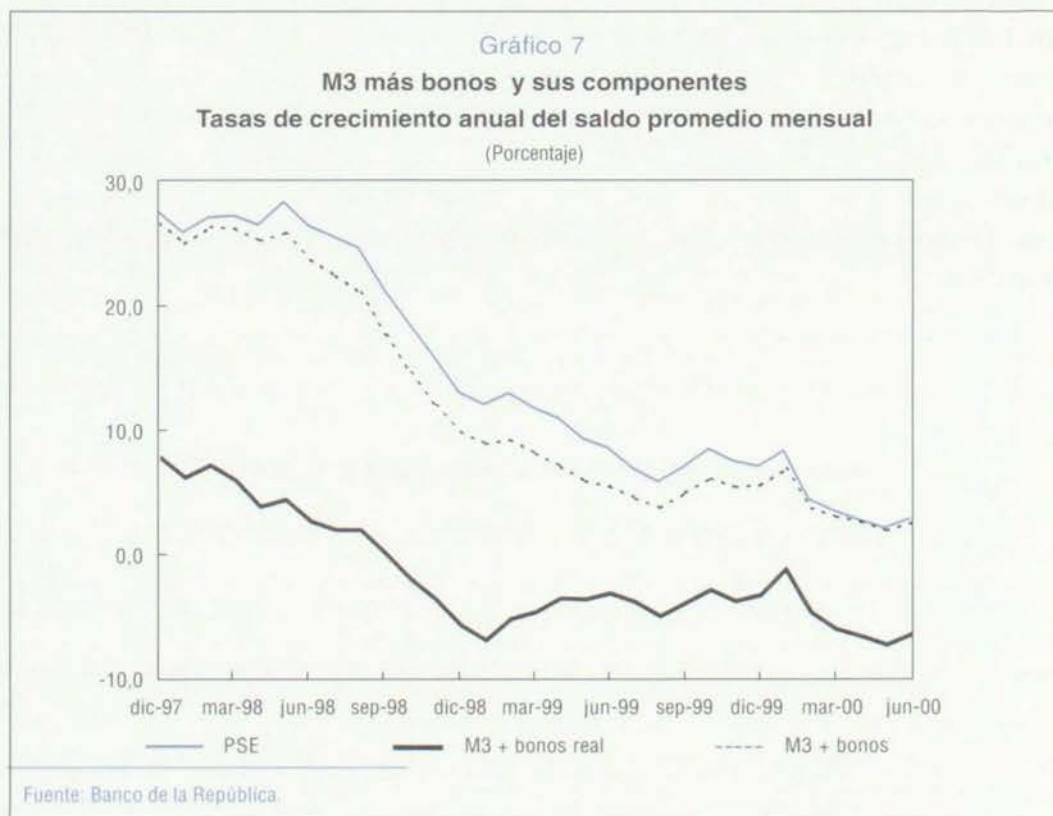
miento de su saldo promedio se eleva de 12,5% a 35,6% entre diciembre de 1999 y junio de 2000. Este comportamiento se explica por los mayores ritmos de crecimiento del efectivo y de las cuentas corrientes. Éstas últimas pasaron de crecer de una tasa promedio de 3,9% al final de 1999 a una tasa de 42,2% a junio. La mayor preferencia por liquidez, como se explicó anteriormente, obedece a la reducción de las tasas de interés y a los efectos sobre el sistema de pagos generados por el impuesto del dos por mil, que desestimula especialmente las cuentas de ahorro, que por su bajo rendimiento y alta rotación no resultan atractivas, favoreciendo con ello una mayor demanda de cuentas corrientes (Gráfico 6).



c. M3 más bonos

Una medida más amplia de liquidez, el agregado monetario M3 más bonos, se situó el 30 de junio en \$58.415 mm, con una tasa de crecimiento anual de 1,4%. El ritmo de crecimiento anual de su saldo promedio ha sido decreciente en lo transcurrido del año, al pasar de 5,6% en diciembre de 1999 a 2,6% en junio de 2000. En términos reales este agregado arrojó un crecimiento negativo, y su tasa promedio de con-

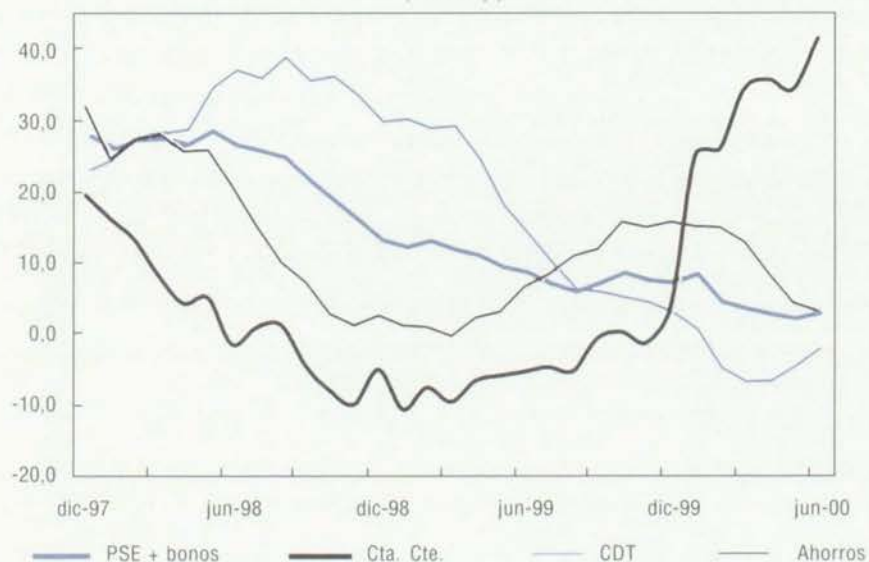
tracción se aceleró al pasar de 3,3% a finales de 1999 a 6,5% en junio de 2000 (Gráfico 7).



Durante este primer semestre se destaca una importante recomposición en la estructura de los PSE debido al mayor ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes y al descenso en las tasas de crecimiento de las cuentas de ahorro y CDT tal como puede apreciarse en el Gráfico 8.

La mayor tasa de contracción real de M3 más bonos, a pesar de la recuperación de la actividad económica, indica que los agentes económicos continúan sustituyendo este agregado por otros activos, especialmente títulos de deuda pública. La tasa de crecimiento anual del saldo de los títulos colocados por el sector público, sin incluir los TES emitidos por concepto de la Ley de Vivienda y los títulos del Fogafin, es bastante alta, al alcanzar el 47,4% al cierre de mayo². Estos títulos representan 47,6% del M3B, mientras en diciembre de 1999 esta proporción era de 38,7% (Cuadro 1). Además de este cambio en el portafolio del sector privado, la tasa de crecimiento del agregado M3 más bonos se ha visto también

Gráfico 8
PSE y sus componentes
Tasas de crecimiento anual del saldo promedio mensual
(Porcentaje)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

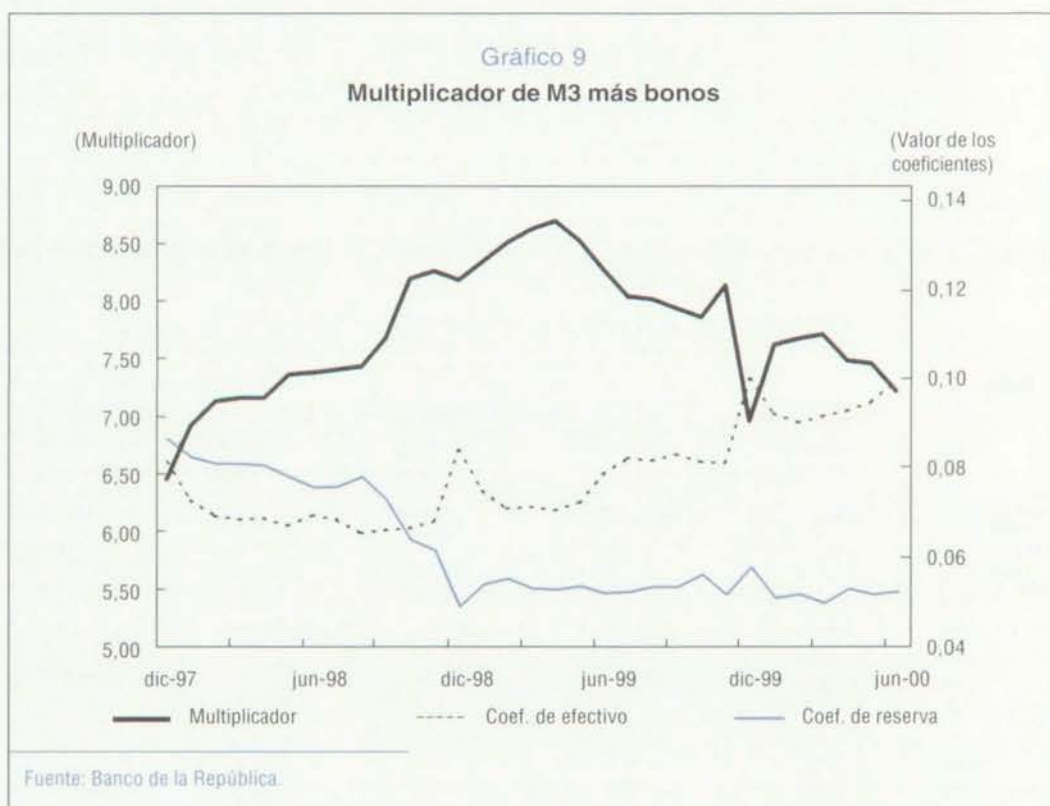
Cuadro 1
Participación de los títulos del sector público en M3B

Fecha	Saldo (millones de pesos)			Como participación de M3B (%)	
	Saldo promedio mensual de M3B	Títulos del sector público		Títulos del sector público	
		sin Ley 546 y Fogafin	con Ley 546 y Fogafin	sin Ley 546 y Fogafin	con Ley 546 y Fogafin
1998 Dic.	56.381.852	16.496.773	17.027.473	29,3	30,2
1999 Ene.	56.211.806	16.918.574	17.509.274	30,1	31,1
Feb.	56.740.261	17.967.645	18.631.145	31,7	32,8
Mar.	56.513.590	18.019.785	18.019.785	31,9	31,9
Abr.	56.911.464	18.534.809	18.901.309	32,6	33,2
May.	57.482.217	18.931.156	19.411.656	32,9	33,8
Jun.	57.370.073	19.150.443	19.800.443	33,4	34,5
Jul.	57.494.318	19.732.430	20.746.075	34,3	36,1
Ago.	57.152.795	20.118.182	22.632.153	35,2	39,6
Sep.	57.016.054	21.009.192	24.322.373	36,8	42,7
Oct.	57.222.598	21.187.692	24.582.826	37,0	43,0
Nov.	57.534.550	22.137.549	25.648.621	38,5	44,6
Dic.	59.563.457	23.055.121	26.790.266	38,7	45,0
2000 Ene.	60.134.664	24.132.111	28.141.146	40,1	46,8
Feb.	58.887.837	24.906.725	29.576.619	42,3	50,2
Mar.	58.240.327	26.354.011	31.038.913	45,3	53,3
Abr.	58.430.066	27.230.004	32.144.743	46,6	55,0
May.	58.588.703	27.911.595	32.946.874	47,6	56,2

Fuente: Banco de la República.

afectada por el escaso dinamismo de la cartera bancaria, que ha impedido la expansión secundaria, tal como se manifiesta en la caída del multiplicador ampliado, según se menciona a continuación.

Como consecuencia del fuerte incremento de la demanda de efectivo y reserva bancaria al final de 1999, el multiplicador monetario promedio de M3 más bonos experimentó una fuerte caída hasta un nivel de 6,956. Durante el primer trimestre ese fenómeno se reversó parcialmente, al ceder la demanda de efectivo y el exceso de reservas, hasta alcanzar en marzo un nivel de 7,708. Sin embargo, el repunte de la demanda de efectivo durante los últimos dos meses nuevamente se ha manifestado en una tendencia decreciente del multiplicador hasta colocarse en un nivel de 7,221 a finales de junio (Gráfico 9).

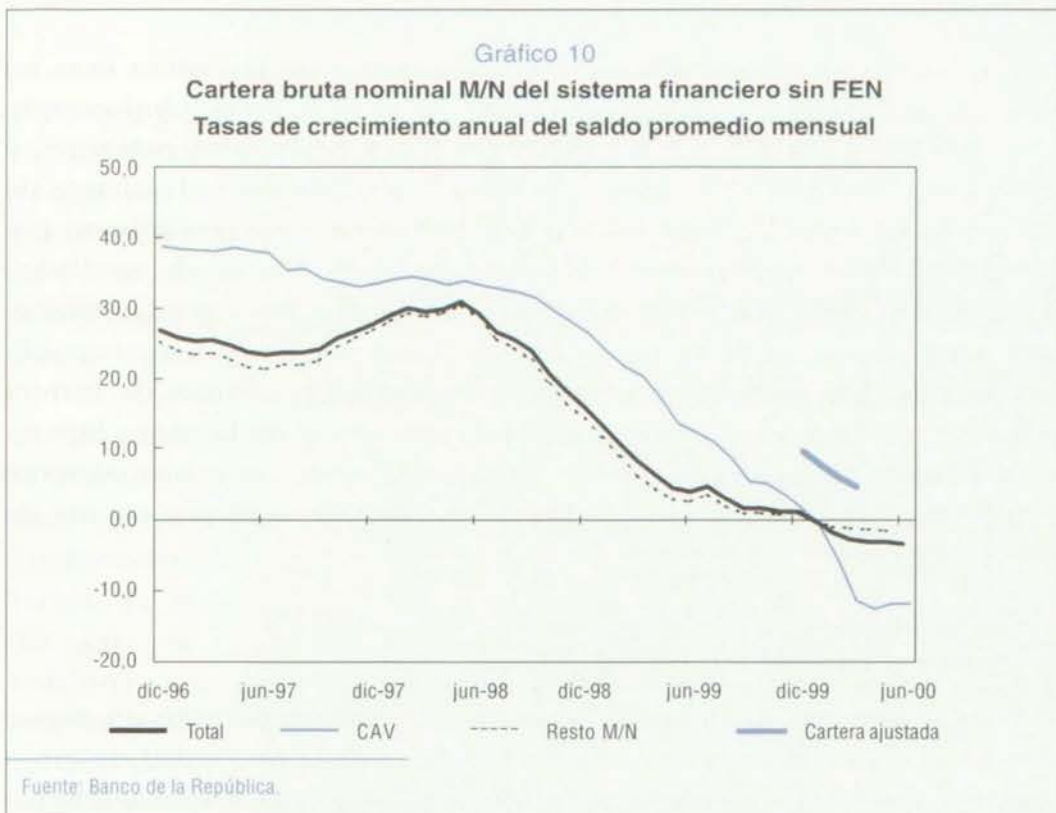


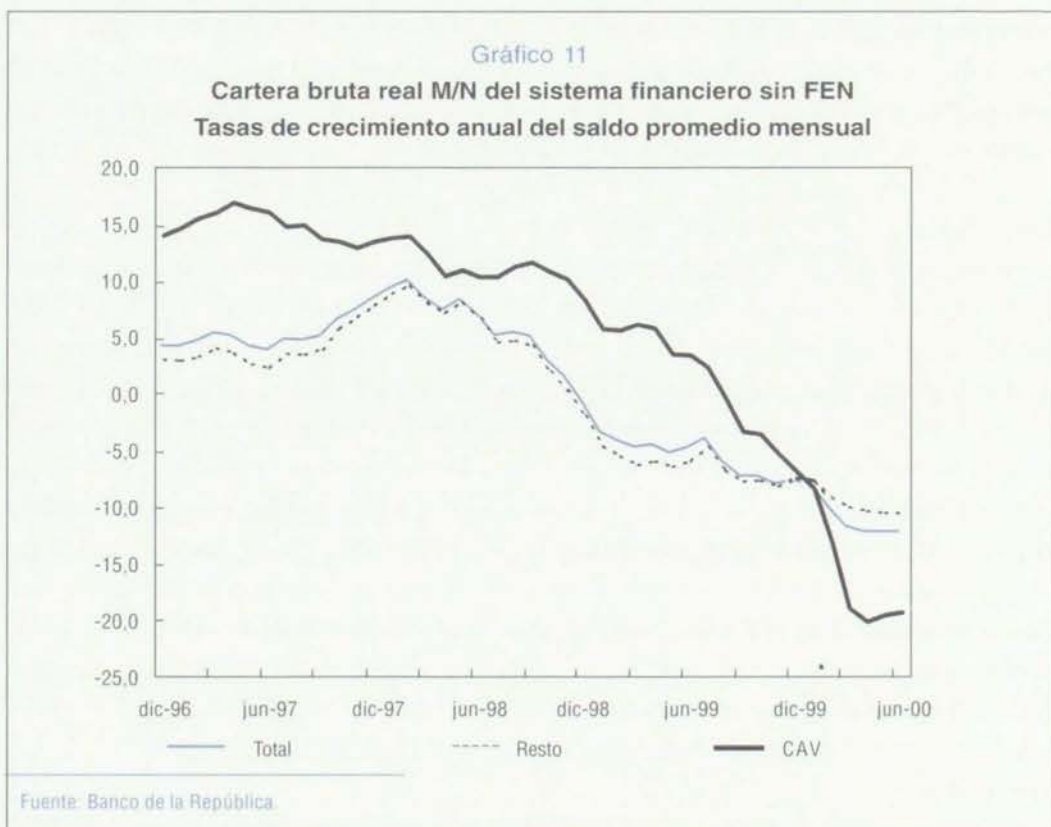
4. Comportamiento del crédito

El saldo de la cartera neta de provisiones del sistema financiero sin FEN, en moneda nacional y moneda extranjera, ascendió el 30 de junio a \$47.682 mm, con un crecimiento anual de -7,4%. Su componente en moneda nacional decreció 5,1%, mientras que el saldo en moneda ex-

tranjera, medida en pesos, se redujo, 25,8%, correspondiente a una caída en dólares de 39,7%. Por su parte, la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la cartera bruta en moneda nacional, mostró en junio una caída de -3,5%, equivalente a -12% en términos reales (gráficos 10 y 11).

Es preciso aclarar que la caída de la cartera se explica por los castigos de cartera asociados con la reestructuración del sistema financiero impulsada por el Fogafin desde mediados del año pasado, y por los alivios de las deudas hipotecarias de acuerdo con la Ley 546, sobre vivienda, vigente a partir del presente año. De hecho, hasta marzo el sistema financiero ha tenido que eliminar de sus balances cartera por \$4.410 mm por la reestructuración financiera y \$1.412 mm por las reducciones de las deudas hipotecarias. En conjunto estas operaciones podrían haber representado hasta 11,6 puntos porcentuales del crecimiento anual de la cartera neta. En el Gráfico 10 se muestra el crecimiento de la cartera bruta durante los últimos meses, según datos ajustados de la Superintendencia Bancaria, teniendo en cuenta el monto de los saneamientos y castigos aplicados. En todos los casos el crecimiento de la cartera bruta resulta significativamente superior al que reportan los datos no ajustados.





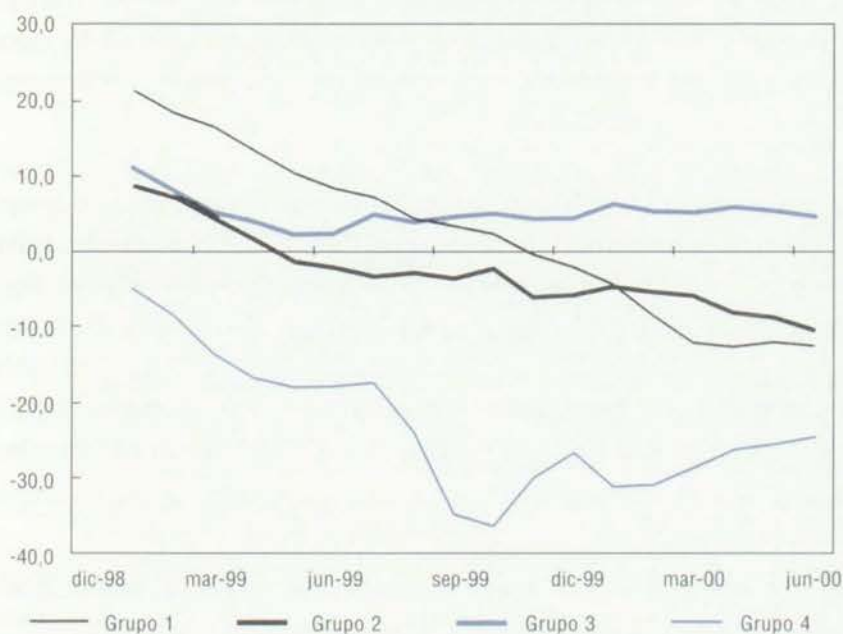
Para evaluar con más detalle el comportamiento de la cartera neta en moneda nacional se conforman cuatro grupos: 1) banca hipotecaria privada; 2) banca hipotecaria pública; 3) otros bancos privados, y 4) otros bancos públicos. En el Gráfico 12 se destaca que la cartera de otros bancos privados ha venido presentando tasas de crecimiento positivas, las cuales se han mantenido alrededor de 5% desde mediados de 1999. Sin embargo, la cartera de los tres grupos restantes ha presentado tasas negativas de crecimiento. En el caso de otros bancos públicos, este comportamiento ha estado asociado a los castigos de cartera por los programas de capitalización; en tanto que para la banca hipotecaria pública y privada, los crecimientos negativos son principalmente atribuibles a las reducciones de las deudas hipotecarias por cuenta de la Ley de Vivienda.

5. Política cambiaria

El nuevo esquema de flotación de la tasa de cambio permite un mayor control de la base monetaria, pues al eliminarse la necesidad de intervenir en el mercado cambiario mediante venta o compra de divisas desapa-

Gráfico 12

Cartera total por tipo de intermediario M/N
Tasas de crecimiento anual del saldo promedio mensual



Grupos: 1) Banca hipotecaria privada, 2) Banca hipotecaria pública 3) Otros bancos privados, 4) Otros bancos públicos.

Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

rece una de sus principales fuentes de variabilidad. La Junta Directiva del Banco de la República ha establecido reglas claras y coherentes con el régimen vigente de flotación acordado el 25 de septiembre de 1999. Estas reglas no buscan defender un nivel particular de la tasa de cambio, sino alcanzar dos propósitos bien definidos: la acumulación de reservas internacionales y el control de los excesos de volatilidad de la tasa de cambio³.

En lo referente al mecanismo para acumular reservas internacionales, la Junta Directiva estableció subastas de derechos de venta de divisas al Banco de la República a la Tasa Representativa de Mercado (TRM), de conformidad con el programa macroeconómico que prevé una acumulación de reservas internacionales en el transcurso del presente año. Tal como se explicó en el Informe de marzo, las subastas se realizan con una periodicidad mensual y pueden participar en ellas las entidades financieras que sean intermediarias del mercado cambiario y la Dirección General del Tesoro del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. El precio del derecho se determina en cada una de las subastas y el

derecho puede ejercerse durante el mes siguiente a la subasta, siempre y cuando la tasa representativa del mercado del día en que se haga uso del derecho sea inferior al promedio móvil de los últimos 20 días hábiles. El derecho podrá negociarse entre los agentes que puedan participar en la subasta. En estas condiciones se garantiza que el Banco de la República comprará dólares exclusivamente cuando la TRM se coloque por debajo de su tendencia.

En el Cuadro 2 se muestra cómo el cupo de estas subastas se amplió de US\$80 millones (m) mensuales vigente hasta la subasta de febrero a US\$100 m mensuales vigente a partir de la subasta de marzo. En todos los meses se han aprobado los cupos completos, excepto durante el mes de abril, cuando sólo se aprobaron US\$55 m del cupo establecido. De las opciones de compra, así subastadas, se han ejercido: US\$200 m en diciembre de 1999, US\$12 m en enero y US\$74 m en marzo de 2000.

Fecha subasta	Monto (millones de dólares)				Prima (pesos / miles de dólares)			
	Demandado	Cupo	Aprobado	Ejercido	Mínima	Máxima	Corte	
1999	Nov. 30	924.50	200.00	200.00	200.00	3.00	8,000.00	4,000.00
	Dic. 27	430.20	80.00	80.00	0.00	210.00	8,100.00	4,500.00
2000	Ene. 27	204.00	80.00	80.00	12.00	10.00	3,020.00	210.00
	Feb. 28	368.00	80.00	80.00	0.00	130.00	4,100.00	1,600.00
	Mar. 28	607.50	100.00	100.00	74.00	101.00	4,800.00	3,000.00
	Abr. 28	394.00	100.00	55.00	0.00	230.00	5,000.00	600.00
	May. 29	493.00	100.00	100.00	0.00	50.00	4,500.00	2,250.00
	Jun. 28	474.00	100.00	100.00	0.00	50.00	5,100.00	3,000.00

Nota: El monto aprobado de la subasta del 28 de abril pasó de US\$100 millones a US\$50 millones, debido al incumplimiento de una entidad en el pago de la primera parte.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia Monetaria y de Reservas.

De otra parte, para evitar volatilidad excesiva del tipo de cambio, la Junta Directiva acordó que el Banco de la República realizará subastas de derechos de compra o de venta de divisas, cuando en un día la TRM se desvíe al menos 5% del promedio móvil de los últimos 20 días hábiles. Los participantes en las subastas podrán ser también las entidades financieras que sean intermediarias del mercado cambiario y la Dirección General del Tesoro del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. El monto será de US\$120 m. El precio del derecho se determinará en cada una de las subastas y el derecho sólo podrá ejercerse durante el mes

siguiente a la subasta cuando la TRM del día en que se haga uso del derecho sea inferior o superior en 5% a su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles. El derecho podrá negociarse entre los agentes que puedan participar en la subasta. Hasta el momento no se han hecho subastas de este tipo, porque no se han presentado las volatilidades implícitas en la regla.

Adicionalmente, en materia de regulación la Junta Directiva del Banco de la República adoptó durante el primer semestre de este año medidas encaminadas a flexibilizar, agilizar y desarrollar el mercado cambiario, al permitir la participación de un mayor número de agentes, tanto nacionales como extranjeros, y extender la utilización de operaciones de cobertura. A este respecto, la primera medida se tomó, mediante decisión mayoritaria, el 28 de abril de 2000 a través de la Resolución Externa 6, la cual redujo el depósito sobre el endeudamiento externo a 0%.

Así mismo, mediante la expedición de la Resolución Externa 8 de mayo 5 de 2000, se establecieron modificaciones al régimen de cambios internacionales que tienen que ver con el desarrollo del mercado de cobertura y con la autorización a las sociedades comisionistas de bolsa para actuar como intermediarios del mercado cambiario. En cuanto al mercado de cobertura, se modificaron las regulaciones que existían con el propósito de estimular su desarrollo. De esta manera se autorizó a los residentes en Colombia realizar operaciones de derivados financieros peso-dólar, no sólo con los intermediarios del mercado cambiario sino también con entidades del exterior que participen de manera profesional en los mercados internacionales de derivados. Igualmente, se autorizó a los residentes en Colombia para realizar operaciones de derivados financieros dólar-otras monedas y sobre precios de productos básicos aun cuando no exista riesgo subyacente. Adicionalmente, en el caso de derivados sobre precios de productos básicos, se permitió realizar estas operaciones con nuevos agentes. Estas medidas se complementaron permitiendo a los intermediarios del mercado cambiario endeudarse en dólares y utilizar estos recursos en el mercado local para cubrir sus posiciones futuras de compra, sin que tampoco en este caso se exija la constitución del depósito al endeudamiento externo.

La Resolución Externa 8 autorizó a los comisionistas de bolsa para que actúen como intermediarios del mercado cambiario a partir del primero de julio. En tal condición los comisionistas pueden realizar operacio-

nes de cambio tales como giros y negociación de divisas relacionados con operaciones de cambio de comercio exterior, inversión extranjera e inversión colombiana en el exterior, así como giros y negociación de divisas provenientes del mercado libre. Para poder actuar como intermediarios del mercado cambiario los comisionistas deben tener un patrimonio igual o superior a \$3.500 millones y acreditar ante la Superintendencia de Valores el cumplimiento de su capacidad técnica y operativa. Con esta medida, la Junta Directiva del Banco de la República continúa en la tarea de introducir una mayor competencia en el mercado cambiario al permitir que nuevos agentes actúen como intermediarios. En particular, se espera que, dada la naturaleza de las operaciones que hoy realizan los comisionistas de bolsa, estos nuevos intermediarios faciliten las operaciones de la pequeña y mediana industria.

Finalmente, se realizaron modificaciones al régimen de cambios con el fin de hacerlo compatible con las nuevas normas aduaneras y facilitar algunas operaciones de cambio. A este respecto, se destaca la autorización para el giro o reintegro de las divisas correspondientes a operaciones reembolsables de comercio exterior que se realicen entre matrices y sucursales y a los residentes en el país para comprar y vender divisas de manera profesional sin autorización de la Superintendencia Bancaria.

B. Balanza de pagos

1. Cierre de balanza de pagos para 1999

De acuerdo con las cifras del Banco de la República, al finalizar 1999 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de US\$976 m (1,1% del PIB), al tiempo que la cuenta financiera y de capital registró un superávit de US\$370 m (0,4 % del PIB) (Cuadro 3). El menor déficit en la cuenta corriente, comparado con el observado en 1998 de US\$5,270 m (5,3% del PIB), se explica fundamentalmente por el superávit en la cuenta de bienes de US\$1,734 m, en comparación con un déficit registrado en 1998 de US\$2,511 m por este mismo concepto. Lo anterior es el resultado de mayores exportaciones de bienes, las cuales aumentaron 4,8% para situarse en US\$12,046 m, y de menores importaciones, las cuales descendieron 26,4%⁴, alcanzando un nivel de US\$10,311 m. Por su parte, la cuenta de servicios no factoriales⁵ fue deficitaria en US\$1,377 m y la cuenta de la renta de factores fue negativa en US\$2,124 m, como resultado de mayores pagos de intereses, dividendos y remisión de utilidades en relación con sus ingresos. La cuenta financiera y de capital

Cuadro 3
Balanza de pagos de Colombia - Resumen

	Millones de dólares			Como porcentaje del PIB		
	1998	1999 (pr)	2000 (proy.)	1998	1999 (pr)	2000 (proy.)
I. CUENTA CORRIENTE	(5,270)	(976)	(846)	(5.32)	(1.13)	(1.01)
Ingresos	15,077	15,725	17,753	15.22	18.17	21.09
Egresos	20,347	16,701	18,599	20.54	19.30	22.10
A. Bienes y servicios no factoriales	(3,979)	358	1,257	(4.02)	0.41	1.49
Ingresos	13,560	13,958	15,977	13.69	16.13	18.98
Egresos	17,540	13,601	14,720	17.71	15.71	17.49
1. Bienes	(2,511)	1,734	2,763	(2.54)	2.00	3.28
Ingresos	11,494	12,046	14,004	11.60	13.92	16.64
Egresos	14,006	10,311	11,241	14.14	11.91	13.36
2. Servicios no factoriales	(1,468)	(1,377)	(1,506)	(1.48)	(1.59)	(1.79)
Ingresos	2,066	1,913	1,973	2.09	2.21	2.34
Egresos	3,534	3,289	3,479	3.57	3.80	4.13
B. Renta de los factores	(1,735)	(2,124)	(2,656)	(1.75)	(2.45)	(3.16)
Ingresos	908	796	1,037	0.92	0.92	1.23
Egresos	2,643	2,920	3,692	2.67	3.37	4.39
C. Transferencias	444	790	553	0.45	0.91	0.66
Ingresos	609	971	739	0.61	1.12	0.88
Egresos	165	181	186	0.17	0.21	0.22
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	4,529	370	878	4.57	0.43	1.04
A. Cuenta financiera	4,529	370	878	4.57	0.43	1.04
1. Flujos financieros de largo plazo	4,554	2,306	2,965	4.60	2.66	3.52
a. Activos	544	0	300	0.55	0.00	0.36
i. Inversión directa colombiana en el exterior	529	(6)	300	0.53	(0.01)	0.36
ii. Préstamos 1/	15	0	0	0.02	0.00	0.00
iii. Arrendamiento financiero	0	6	0	0.00	0.01	0.00
iv. Otros activos	0	0	0	0.00	0.00	0.00
b. Pasivos	5,112	2,306	3,265	5.16	2.66	3.88
i. Inversión extranjera directa en Colombia	2,961	1,006	1,753	2.99	1.16	2.08
ii. Préstamos 1/	1,803	1,215	1,388	1.82	1.40	1.65
iii. Arrendamiento financiero	348	86	124	0.35	0.10	0.15
iv. Otros pasivos	0	0	0	0.00	0.00	0.00
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	(15)	0	0	(0.01)	0.00	0.00
2. Flujos financieros de corto plazo	(25)	(1,936)	(2,086)	(0.02)	(2.24)	(2.48)
a. Activos	(383)	1,452	1,850	(0.39)	1.68	2.20
i. Inversión de cartera	(659)	1,378	1,745	(0.67)	1.59	2.07
ii. Préstamos 1/	276	74	105	0.28	0.09	0.13
b. Pasivos	(407)	(484)	(236)	(0.41)	(0.56)	(0.28)
i. Inversión de cartera	(265)	(27)	0	(0.27)	(0.03)	0.00
ii. Préstamos 1/	(142)	(457)	(236)	(0.14)	(0.53)	(0.28)
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0.00	0.00	0.00
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	(649)	286	382	(0.66)	0.33	0.45
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	(1,390)	(320)	413	(1.40)	(0.37)	0.49
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	8,740	8,103	8,567	8.82	9.36	10.18
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	8,740	8,102	8,567	8.82	9.36	10.18
Meses de importación de bienes	7.5	9.4	9.1			
Meses de importación de bienes y servicios	5.2	5.9	5.6			
PIB nominal en millones de dólares	99,045	86,551	84,157			
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	(1,388)	(320)	413	(1.40)	(0.37)	0.49

Supuestos: Precios de exportación: café US\$1.06 / libra; petróleo: US\$25.9 / barril; crecimiento de importaciones de bienes 9.1%.
(pr) Preliminar.

(proy.) Proyección.

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

2/ Según metodología de la Balanza de Pagos.

Fuente: Banco de la República.

registró recursos netos de largo plazo por US\$2,306 m provenientes de préstamos e inversión extranjera directa, principalmente, y salidas netas de corto plazo por US\$1,936 m. Como en años anteriores, el financiamiento externo de la balanza de pagos provino principalmente de recursos de largo plazo.

Con respecto a la cuenta corriente, el crecimiento de las exportaciones de bienes se presentó por mayores ingresos provenientes de exportaciones de petróleo y derivados, esmeraldas y ferróníquel (con crecimientos anuales de 61,3%, 35,8% y 28,8%, respectivamente). Además, las exportaciones de café, oro no monetario, carbón y las no tradicionales cayeron en 1999 con respecto al año anterior (30,1%, 45,6%, 9,4% y 2,5%, respectivamente). Las importaciones de bienes presentaron una caída de 27,3%, en donde las de capital disminuyeron 34,3%, las de consumo 29% y las intermedias 20%.

De otro lado, la cuenta de capital y financiera presentó una entrada neta de recursos de largo plazo considerablemente menor que la observada en el año anterior, US\$2,306 m en comparación con US\$4,554 m de 1998, como resultado de menores ingresos por recursos procedentes de privatizaciones y de menores préstamos netos de largo plazo. Por su parte, los flujos financieros de corto plazo netos fueron negativos en US\$1,936 m, principalmente como resultado de la salida de inversiones de cartera de extranjeros en Colombia y pago neto de créditos por un total de US\$484 m, y de una inversión positiva de cartera de colombianos en el exterior por valor de US\$1,378 m. De esta última cifra se destaca el incremento del portafolio externo público (US\$566 m), el cual se explica por aumentos en el portafolio del Gobierno Central (US\$425 m)⁶, de las entidades descentralizadas (US\$291 m) y del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP) (US\$277 m), parcialmente compensado por la reducción de los saldos de cuentas financieras externas de otras entidades públicas (US\$415 m)⁷.

En materia de reservas internacionales brutas, durante 1999 el Banco de la República desacumuló US\$320 m. Es así como el saldo de las reservas internacionales brutas al finalizar 1999 fue US\$8,103 m, equivalente a 9,4 meses en términos de importación de bienes y 5,9 meses como pagos de bienes y servicios. Por otra parte, las reservas internacionales netas representan 4,27 veces el servicio de los próximos 12 meses de la deuda pública y 1,81 veces el de la deuda pública y privada⁸. Estos indicadores muestran una posición sólida de acuerdo con los parámetros internacionales.

2. Comportamiento de la balanza de pagos durante el primer trimestre del año 2000

Al finalizar el primer trimestre del presente año, la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un resultado deficitario de US\$185 m, déficit menor en US\$501 m al registrado en igual período de 1999. Por su parte, la cuenta de capital observó salidas netas de capital por US\$60 m, en contraste con los US\$626 m de ingresos de capital recibidos en 1999. Como resultado de estos movimientos, las reservas internacionales netas aumentaron en US\$138 m, con lo que su saldo se situó en US\$8,255 m (Cuadro 4).

a. Cuenta corriente

La reducción del déficit de cuenta corriente durante el primer trimestre de 2000 se explica principalmente por el incremento del superávit de la balanza comercial que llegó a US\$569 m frente a US\$100 m un año atrás. El incremento del superávit de la balanza comercial obedece al crecimiento de 29,5% de las exportaciones de bienes en dólares con respecto al mismo trimestre del año anterior, mientras que las importaciones de bienes en dólares crecieron el 11,3%. El Cuadro 5 resume el comportamiento de las exportaciones por productos, durante el primer trimestre del año.

Como se puede apreciar, las exportaciones de hidrocarburos sumaron US\$1,153 m, lo que significó una variación anual de 81,4%. Lo anterior se explica principalmente por un incremento significativo del precio internacional del petróleo, el cual aumentó de un promedio de US\$11.5 por barril en el período enero-marzo de 1999 a US\$28.1 por barril en igual período del año 2000. En contraste, los ingresos externos de café bajaron en US\$105 m, al pasar de US\$339 m en el período enero-marzo de 1999 a US\$235 m en igual lapso del año 2000. Este comportamiento se explica por los menores volúmenes de café exportados, los cuales se redujeron de 2.402 miles de sacos de 60 kg. en el primer trimestre de 1999 a 1.562 miles de sacos de 60 kg. en igual período de 2000. Adicionalmente, se presentó una caída en la cotización internacional del grano, al disminuir de US\$1.24 el precio *ex-dock* promedio por libra en 1999 a US\$1.20 en 2000. Con respecto a las exportaciones no tradicionales, las de origen industrial fueron aquéllas de mayor dinamismo al crecer 23,6% y representar el 34% de las exportaciones totales y el 75% de las no tradicionales, en tanto que las exportaciones del sector agropecuario cayeron 12,5%.

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

	1999					2000	Diferencia
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Total	I Trim.	2000-1999
I. CUENTA CORRIENTE	(685)	(181)	(28)	(82)	(976)	(185)	501
Exportaciones	3,391	3,833	4,095	4,405	15,725	4,140	749
Importaciones	4,076	4,015	4,124	4,487	16,701	4,324	249
A. Bienes y servicios no factoriales	(241)	82	357	160	358	252	494
Exportaciones	2,972	3,366	3,688	3,932	13,958	3,716	744
Importaciones	3,213	3,284	3,331	3,772	13,601	3,464	250
1. Bienes	100	433	686	516	1,734	569	469
Exportaciones	2,529	2,911	3,198	3,407	12,046	3,255	726
Importaciones	2,430	2,478	2,512	2,891	10,311	2,687	257
2. Servicios no factoriales	(341)	(351)	(328)	(356)	(1,377)	(316)	25
Exportaciones	442	455	490	525	1,913	461	18
Importaciones	784	806	818	881	3,289	777	(7)
B. Renta de los factores	(626)	(491)	(536)	(470)	(2,124)	(645)	(19)
Ingresos	195	199	205	196	796	195	(1)
Egresos	822	690	741	666	2,920	840	18
C. Transferencias	183	228	151	229	790	208	26
Ingresos	224	268	203	277	971	229	6
Egresos	41	40	52	48	181	21	(20)
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	626	128	(257)	(127)	370	(60)	(686)
A. Cuenta financiera	626	128	(257)	(127)	370	(60)	(686)
1. Flujos financieros de largo plazo	972	850	(231)	716	2,306	239	(732)
a. Activos	14	(29)	31	(17)	0	9	(5)
i. Inversión directa colombiana en el exterior	12	(31)	30	(17)	(6)	9	(3)
ii. Préstamos	0	0	0	0	0	0	0
iii. Arrendamiento financiero	2	2	1	0	6	0	(2)
iv. Otros activos	0	0	0	0	0	0	0
b. Pasivos	986	821	(199)	698	2,306	248	(738)
i. Inversión directa extranjera en Colombia	413	364	91	138	1,006	36	(376)
ii. Préstamos	513	363	(268)	606	1,215	260	(254)
iii. Arrendamiento financiero	60	93	(22)	(46)	86	(48)	(108)
iv. Otros pasivos	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	(346)	(721)	(27)	(843)	(1,936)	(299)	46
a. Activos	296	395	(201)	962	1,452	(79)	(375)
i. Inversión de cartera	455	144	(56)	836	1,378	105	(350)
ii. Préstamos	(158)	252	(145)	126	74	(184)	(26)
b. Pasivos	(49)	(326)	(228)	119	(484)	(379)	(329)
i. Inversión de cartera	(15)	(9)	(11)	8	(27)	23	38
ii. Préstamos	(35)	(317)	(217)	112	(457)	(402)	(367)
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0	0	0	0
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	225	(160)	(181)	401	286	381	156
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	166	(213)	(466)	192	(320)	137	(29)
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	8,752	8,393	8,008	8,103	8,103	8,257	(495)
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	8,751	8,392	7,881	8,102	8,102	8,255	(495)
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	165	(213)	(592)	318	(320)	138	(27)

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

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

	Enero-Marzo		Variación	
	1999	2000	Absoluta	%
Total exportaciones	2,421	3,136	715	30
Exportaciones tradicionales	1,189	1,712	523	44
Café	339	235	(105)	(31)
Carbón	159	239	81	51
Ferróniquel	32	66	34	108
Petróleo y derivados	636	1,153	518	81
Oro	1	0	(1)	-
Esmeraldas	23	19	(4)	(18)
Exportaciones no tradicionales	1,232	1,424	192	16
Sector agropecuario	353	309	(44)	(13)
Sector industrial	862	1,065	203	24
Sector minero	17	49	33	-

(pr) Preliminar.
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Se destaca el dinamismo de las exportaciones totales hacia los Estados Unidos y Venezuela, las cuales crecieron 43,1% y 43,5%, respectivamente, en comparación con el mismo período de 1999. Como proporción de las exportaciones totales, las dirigidas hacia los Estados Unidos han representado un 68,7%, en tanto que a las efectuadas a Venezuela, el 10,7% en lo corrido del año a marzo.

El crecimiento de las importaciones durante el primer trimestre del año, se originó en las mayores importaciones de bienes intermedios y de materias primas, cuyo valor en dólares aumentó 19,2%, como resultado del incremento de las importaciones de combustibles, lubricantes y productos conexos, y las destinadas a la industria. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo aumentaron 5,4%, concentrándose principalmente en los bienes de carácter duradero. Por último, las importaciones de bienes de capital se incrementaron 4,8%, debido a las mayores compras de equipo de transporte, lo que en parte se compensó por las menores compras de bienes de capital para la agricultura (Cuadro 6).

La mayor dinámica de las exportaciones en comparación con la de las importaciones tuvo origen en el buen comportamiento de los términos

Cuadro 6
Importaciones, según usos o destino económico (pr)
(Millones de dólares FOB)

	Enero-Marzo		Variación	
	1999	2000	Absoluta	%
Importaciones totales	2,350	2,616	266	11.3
Bienes de consumo	428	451	23	5.4
No duradero	309	315	6	2.1
Duradero	119	136	17	14.0
Bienes intermedios y materias primas	1,048	1,249	201	19.2
Combustibles, lubricantes y productos conexos	57	78	21	36.7
Para la agricultura	87	92	6	6.5
Para la industria	904	1,078	174	19.3
Bienes de capital	875	916	42	4.8
Materiales de construcción	39	40	1	3.0
Para la agricultura	7	5	(2)	(34.1)
Para la industria	603	555	(48)	(7.9)
Equipo de transporte	226	317	91	40.3

(pr) Preliminar.
Fuente: Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN).

de intercambio que mejoraron en 31,8%, como consecuencia del aumento registrado en los valores unitarios de las exportaciones (33,9%) frente al observado en los de las importaciones (1,5%). El aumento de los precios de las exportaciones se originó principalmente por el incremento en la cotización internacional del petróleo, y los mayores valores unitarios de exportación de los productos industriales y del ferróniquel. Por su parte, el crecimiento del valor unitario de las importaciones se explica por el aumento en el precio de importación de los combustibles, a pesar de la caída en los precios implícitos de las importaciones de los bienes industriales y agropecuarios (Cuadro 7).

Finalmente, dentro de los otros componentes de la balanza en cuenta corriente se observa que el déficit de la balanza de servicios no factoriales disminuyó en US\$25 m para ubicarse en US\$316 m. Por otra parte, el saldo neto de la renta de los factores arrojó un déficit de US\$645 m, que se explica por el incremento de los egresos mientras los ingresos permanecieron constantes. Las transferencias mostraron un incremento de US\$26 m y se ubicaron en US\$208 m.

Cuadro 7

Precios de exportaciones, importaciones y términos de intercambio 1/

(Dólares por kilo o unidad básica)

	Precios 1/		Variación porcentual
	1999	2000	
A. Exportaciones			33.9
Tradicionalas			61.7
Café	1.24	1.20	(2.8)
Petróleo y derivados	11.46	28.06	145.0
Carbón	28.73	25.48	(11.3)
Ferroníquel	0.87	1.83	109.4
Oro	286.97	290.88	1.4
Esmeraldas	12.76	10.00	(21.6)
No tradicionalas			7.1
Agropecuarias	0.61	0.56	(7.2)
Industriales	0.68	0.76	11.5
Mineras	0.15	0.27	78.4
B. Importaciones			1.5
Combustibles	12.34	21.95	77.9
Otras importaciones			(0.3)
Agropecuarias	0.20	0.19	(5.0)
Industriales	1.41	1.37	(2.5)
Mineras	0.73	1.59	118.8
C. Términos de intercambio (A / B)			31.8

1/ Para las exportaciones no tradicionalas e importaciones diferentes de combustibles, se refiere al precio implícito en el valor exportado o importado.

Fuente: Banco de la República.

b. Cuenta de capital

En el primer trimestre del año 2000 la cuenta de capital presentó un déficit de US\$60 m comparado con un superávit en el mismo período en 1999 de US\$626 m (Cuadro 4). Este déficit se explica por una disminución de los flujos financieros de largo plazo, que pasaron de US\$972 m en 1999 a US\$239 m en 2000, y las salidas de capitales de corto plazo por un valor de US\$299 m. La disminución de los flujos de largo plazo obedece fundamentalmente a la caída en el endeudamiento externo neto y a los menores flujos de inversión extranjera directa. El menor endeudamiento externo por US\$254 m frente a lo registrado en el primer trimestre de 1999 se origina principalmente en la disminución del endeudamiento externo del sector privado que se redujo en US\$174 m, mientras que para el sector público sólo se presentó una reducción de US\$80 m. Por su parte, los ingresos netos por inversión extranjera directa se situaron en US\$27 m, con una caída de US\$373 m, como re-

sultado principalmente de reembolsos de capital efectuados por la actividad petrolera⁹. (US\$354 m), hecho que contrasta con las inversiones extranjeras netas realizadas en los demás sectores que ascendieron a US\$391 m, destacándose los aportes de capital al sistema financiero y a las actividades mineras y de comunicaciones.

Por su parte, la salida neta de capitales de corto plazo se explica principalmente por la reducción del endeudamiento externo del sector financiero, sobresaliendo los pagos netos efectuados por las entidades financieras públicas (US\$349 m). Durante el primer trimestre de 2000, el movimiento de activos externos netos observó una disminución por US\$79 m, la cual está vinculada al comportamiento de las operaciones de endeudamiento a muy corto plazo del sector privado, que disminuyeron US\$262 m.

c. Variación de las reservas internacionales

Como resultado de los movimientos de bienes y servicios y de capital se presentó en el primer trimestre una acumulación de reservas internacionales netas de US\$138 m. Con esta acumulación al cierre del trimestre, el saldo de las mismas se situó en US\$8,255 m, equivalente a 9,2 meses de importaciones de bienes, 5,8 meses de importaciones de bienes y servicios y 2,2 veces el saldo de la deuda externa de corto plazo, según el vencimiento original.

3. Proyecciones de la balanza de pagos para 2000

De acuerdo con la proyección actual de la balanza de pagos (Cuadro 3), el déficit en cuenta corriente ascendería a US\$846 m (1% del PIB). La financiación de este déficit estaría cubierta por ingresos de capital esperados por US\$878 m (1% del PIB), los cuales se explican por entradas netas de capital de largo plazo por US\$2,965 m compensadas parcialmente con salidas de capital de corto plazo por US\$2,086 m.

En relación con las estimaciones de la cuenta corriente, se proyecta un crecimiento anual de las exportaciones de bienes de 16,3%¹⁰, como consecuencia de los mayores ingresos provenientes de petróleo y derivados, carbón y no tradicionales (que aumentarían 36,5%, 17,7% y 8,0%, respectivamente, en comparación con 1999). De otro lado, el crecimiento anual de las importaciones de bienes se estima en 9,0%¹¹.

La proyección de la cuenta de capital y financiera supone ingresos de recursos provenientes de las privatizaciones de la Empresa de Teléfonos de

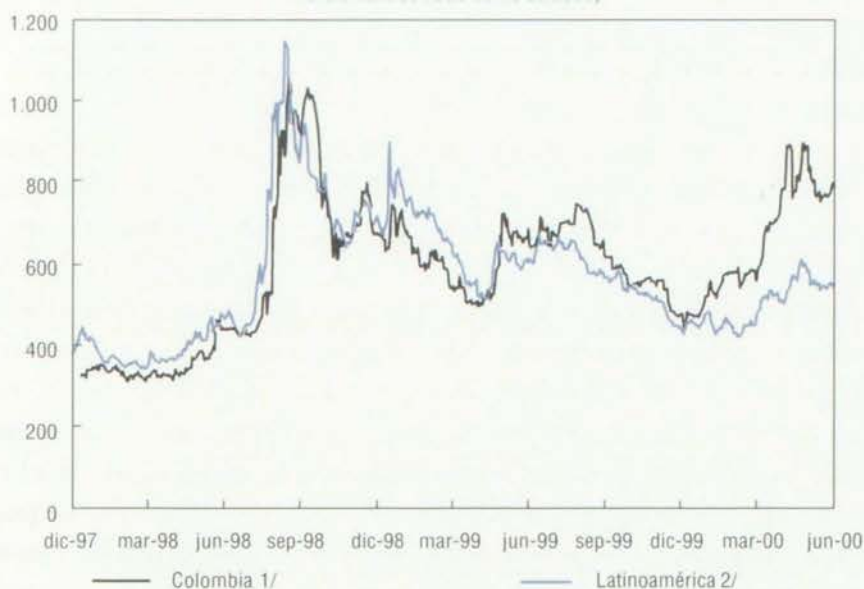
Bogotá (ETB), Carbocol e Isagen. No obstante, no se tiene proyectado para el año un impacto cambiario igual al valor total de estas privatizaciones, debido a que una parte importante de los ingresos provenientes de la venta de la ETB constituiría aumentos en el portafolio externo del país.

Adicionalmente, el financiamiento externo público de mediano y largo plazo programado para el año cumple con las metas fijadas en el programa macroeconómico, al no superar US\$3,871 m¹² en el flujo acumulado desde enero de 1999. Vale la pena mencionar el éxito logrado por el Gobierno Nacional Central en la consecución de recursos en el mercado internacional, puesto que la colocación de bonos externos hasta la primera semana de junio ascendió a US\$1,441 m, contando con la emisión de noviembre del año anterior por US\$500 m que corresponden a la vigencia de 2000.

Lo anterior fue posible a pesar de la incertidumbre política de los meses recientes y los mayores márgenes que se deben reconocer por la deuda pública externa colombiana. Como se puede ver en el Gráfico 13, el margen sobre el tesoro americano de los bonos colombianos se

Gráfico 13
Evolución de los márgenes de los bonos colombianos
y de América Latina

(Diciembre de 1998-Junio de 2000)



1/ Bono de Colombia a 30 años.

2/ Índice para países de América Latina, incluye deuda soberana y corporativa.

Fuente: Ministerio de Hacienda, Dirección General de Crédito Público y J. P. Morgan.

incrementó un 60% entre la última semana de marzo y la primera de mayo, al pasar de 561 puntos básicos (pb) a 892 pb. Durante este mismo período los países latinoamericanos en conjunto¹³ vieron aumentar su margen en cerca de 20%. Sin embargo, durante junio los márgenes para el bono colombiano disminuyeron un 12% frente al máximo alcanzado en mayo, en tanto que el margen para los países latinoamericanos permaneció constante.

C. Política fiscal

1. Resultados del primer trimestre del año 2000

En el primer trimestre del año las finanzas del sector público contabilizaron un superávit por \$1.177 mm, el cual equivale a 0,7% del PIB anual; este resultado debe analizarse con especial cautela en la medida en que existe un efecto estacional en las cuentas públicas durante el primer trimestre del año. Este valor se obtuvo a partir de un ejercicio de medición del financiamiento realizado por el Banco de la República que se basa en la agregación de las diferentes fuentes de crédito, el valor de las privatizaciones, la variación de activos financieros y los balances de operaciones efectivas del Fogafin y el banco central. Desde el punto de vista sectorial, el resultado consolidado en el primer trimestre comprende la agregación de los balances del Gobierno Nacional Central, el resto del sector público no financiero, Fogafin y el Banco de la República (Recuadro 1).

El desempeño fiscal del primer trimestre del año se puede apreciar en el Cuadro 8. De acuerdo con la metodología tradicional del Confis, el déficit trimestral del Gobierno Nacional Central alcanza \$1.486 mm, equivalente a 0,9% del PIB anual. Frente al primer trimestre de 1999, los ingresos de operaciones efectivas experimentan un crecimiento de 22%, el cual es atribuible en mayor medida a la dinámica en el recaudo de impuestos, especialmente como consecuencia del comportamiento de renta e IVA interno, cuyos crecimientos alcanzan 42% y 68%, respectivamente. La dinámica en el recaudo de estos tributos es resultado de la modificación en el calendario tributario, de la reducción en el número de días que los bancos pueden mantener los impuestos pagados antes de trasladarlos a la cuenta de la Tesorería General de la Nación¹⁴ y del repunte en la actividad económica.

Por su parte, los pagos efectivos del Gobierno Nacional ascienden a \$7.838 mm y representan un incremento de 21,8% frente al valor

Cuadro 8
Gobierno Nacional Central
Operaciones efectivas primer trimestre
(Miles de millones de pesos)

	1999	2000	Crecimiento % anual
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	5.213,4	6.352,0	21,8
A. Ingresos tributarios	3.516,5	5.240,0	49,0
Renta	1.540,8	2.186,0	41,9
IVA interno	1.004,6	1.689,0	68,1
IVA externo	431,9	523,0	21,1
Gravamen	314,0	397,0	26,4
Gasolina	153,9	185,0	20,2
Otros 1/	71,3	260,0	264,7
B. Ingresos no tributarios	164,6	283,0	71,9
C. Fondos especiales	65,3	83,0	27,1
D. Recursos de capital	1.467,0	746,0	(49,1)
Rendimientos financieros	133,6	127,0	(4,9)
Excedentes financieros	1.274,6	544,0	(57,3)
Otros	58,8	75,0	27,6
II. Gastos totales (A + B + C + D)	6.434,4	7.838,0	21,8
A. Intereses	1.461,5	1.867,0	27,7
Externos	397,0	557,0	40,3
Internos	1.064,5	1.310,0	23,1
B. Funcionamiento	4.411,9	5.351,0	21,3
Servicios personales	880,6	916,0	4,0
Gastos generales	318,4	313,0	(1,7)
Transferencias	3.212,9	4.122,0	28,3
C. Inversión	472,4	475,0	0,6
D. Préstamo neto	88,6	145,0	63,7
III. Déficit (-) o Superávit (+) (I - II)	(1.221,0)	(1.486,0)	21,7
IV. Financiamiento (A + B + C)	1.221,0	1.486,0	21,7
A. Crédito externo neto	977,1	1.525,0	56,1
Desembolsos	1.338,7	2.351,0	75,6
Amortizaciones	361,6	826,0	128,4
B. Crédito interno neto	1.368,7	2.098,0	53,3
Desembolsos	2.920,1	3.916,0	34,1
Amortizaciones	1.551,4	1.818,0	17,2
C. Otros	(1.124,8)	(2.137,0)	90,0
V. Déficit como porcentaje del PIB	(0,8)	(0,9)	6,6

1/ Incluye el impuesto del dos por mil.

Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

observado en el mismo período de 1999. Por rubros de gasto, los intereses crecen 27,7%, el funcionamiento 21,3% y la inversión 0,6%. Dentro de las erogaciones de funcionamiento, los gastos generales disminuyen 1,7% y los servicios personales y transferencias aumentan 4,0% y 28,3%, respectivamente. La significativa expansión de los gastos por transferencias refleja la cancelación de gran parte del rezago presupuestal por situado fiscal y cesión de ingresos corrientes a municipios y el traslado al Fogafin del saldo del recaudo del impuesto a las transacciones financieras de 1999. El préstamo neto que asciende a \$145 mm en el trimestre, se dirigió al pago del servicio de la deuda garantizada por la Nación y a préstamos de inversión, con situación de fondos y sin ella.

Con relación al financiamiento del déficit del Gobierno Central, se observa un endeudamiento externo neto por \$1.525 mm y la utilización de recursos de crédito interno neto por \$2.098 mm. Los desembolsos externos ascienden a \$2.351 mm y provienen de un crédito contratado con la Corporación Andina de Fomento (CAF) por US\$100 m, la colocación de bonos por US\$750 m y un crédito de la banca multilateral por US\$10 m. Por su parte, los desembolsos internos ascienden a \$3.916 mm, de los cuales \$3.838 mm corresponden a colocaciones de títulos TES, \$67,3 mm a títulos de reducción de deuda (TRD) y \$10,5 mm a otras fuentes.

2. Proyecciones para el año 2000

De acuerdo con los últimos estimativos oficiales, las finanzas del sector público consolidado registrarán al final del año un déficit de 3,6% del PIB, el cual es inferior en cerca de dos puntos del PIB al correspondiente valor observado en 1999. El desempeño fiscal del sector público en el presente año está asociado al comportamiento del sector público no financiero (SPNF), el cual refleja el proceso de ajuste del Gobierno Central y la evolución favorable de los precios internacionales del petróleo. Frente a los resultados de 1999, el déficit del SPNF disminuye de 6,0% a 3,4% del PIB, lo cual muestra un importante cambio de tendencia en el desempeño fiscal de los últimos años (Cuadro 9).

Con relación a las finanzas del Gobierno Nacional Central, las proyecciones oficiales estiman un déficit equivalente al 6,0% del PIB, el cual representa una disminución de 1,5% del PIB frente al valor observado en 1999. Por el lado de los ingresos se proyecta un crecimiento de 17,8% en el recaudo de impuestos, y de 3,6% en las demás rentas (ingresos no

Cuadro 9
Sector público consolidado
Déficit (-) o Superávit (+)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	1999	2000 (proy.)	1999	2000 (proy.)
Eléctrico	(437,0)	(306,0)	(0,3)	(0,2)
Carbocol	266,0	233,0	0,2	0,1
F.A.E.P.	533,0	1.347,0	0,4	0,8
Ecopetrol	933,0	1.506,0	0,6	0,9
Telecom	(70,0)	156,0	(0,0)	0,1
Resto de entidades	160,0	818,0	0,1	0,5
Seguridad social	1.515,0	1.743,0	1,0	1,0
Regional y local	(518,0)	(1.043,0)	(0,3)	(0,6)
Fondo Nacional del Café	(43,0)	22,0	(0,0)	0,0
1. Subtotal sector descentralizado	2.339,0	4.476,0	1,6	2,6
2. Gobierno Nacional	(11.339,0)	(10.332,0)	(7,5)	(6,0)
A. Total sector público no financiero (1 + 2) 1/	(9.000,0)	(5.856,0)	(6,0)	(3,4)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	608,0	800,0	0,4	0,5
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	828,0	(168,0)	0,6	(0,1)
D. Costo de la reestructuración financiera	(10,0)	(986,0)	(0,0)	(0,6)
E. Ajustes	(496,5)	0,0	(0,3)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D)	(8.070,5)	(6.210,0)	(5,4)	(3,6)

(proy.) Proyecciones.

1/ Estos cálculos incluyen la variación del rezago presupuestal del Gobierno Central.

Fuente: Confts.

tributarios, fondos especiales y recursos de capital). En los ingresos tributarios es importante destacar el dinamismo en el recaudo por aranceles (31,1%) e IVA externo (35,3%), el cual tiene origen en el repunte en el valor de las importaciones que se calcula alcanzará un crecimiento anual del 9,0%. El IVA sobre la actividad económica interna tan solo crecerá 9,8%, debido a la reducción del 16% al 15% en la tarifa general del impuesto realizada en noviembre del año anterior. Sobre las rentas de origen no tributario es importante destacar el menor traslado de excedentes financieros por parte de empresas y establecimientos públicos nacionales, que se prevé descendan 19,4% al pasar de \$1.420 mm en 1999 a \$1.144 mm en 2000 (Cuadro 10). Esto se explica por los menores traslados previstos por parte de Cajanal y otros establecimientos públicos, y la no programación de excedentes para ISA e Isagen, lo que parcialmente se logra compensar por los mayores traslados por parte de Ecopetrol.

Cuadro 10
Gobierno Nacional Central
(Miles de millones de pesos)

	1999	2000 (proy.)	Crecimiento % anual
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	18.997,4	21.969,6	15,6
A. Ingresos tributarios	16.066,6	18.933,1	17,8
Renta	6.409,5	7.343,9	14,6
IVA interno	4.734,3	5.197,3	9,8
IVA externo	1.935,1	2.618,4	35,3
Gravamen	1.372,6	1.798,8	31,1
Gasolina	706,5	887,3	25,6
Otros 1/	908,6	1.087,4	19,7
B. Ingresos no tributarios	434,4	585,7	34,8
C. Fondos especiales	438,9	558,6	27,3
D. Recursos de capital	2.057,5	1.892,2	(8,0)
Rendimientos financieros	477,6	529,7	10,9
Excedentes financieros	1.419,6	1.144,2	(19,4)
Otros	160,3	218,3	36,2
II. Gastos totales (A + B + C + D)	29.404,6	32.596,2	10,9
A. Intereses	5.025,5	6.656,8	32,5
Externos	1.559,2	2.287,4	46,7
Internos	3.466,3	4.369,4	26,1
B. Funcionamiento	21.254,6	22.286,0	4,9
Servicios personales	4.106,2	4.453,8	8,5
Gastos generales	1.295,6	1.256,1	(3,0)
Transferencias	15.852,8	16.576,1	4,6
Situado fiscal	4.499,7	4.197,4	(6,7)
Fondo de Crédito Educativo	425,6	820,1	92,7
Participaciones municipales	3.141,6	3.260,1	3,8
Pensiones	3.063,4	4.216,2	37,6
Sector financiero	920,6	0,0	n.a.
Otras	3.801,9	4.082,3	7,4
C. Inversión	2.254,7	2.696,5	19,6
Reconstrucción terremoto eje cafetero	325,0	417,0	28,3
Vivienda de interés social	0,0	150,0	n.a.
Otras	1.929,7	2.129,5	10,4
D. Préstamo neto	869,8	956,9	10,0
III. Rezago presupuestal	931,3	(295,1)	(131,7)
IV. Déficit (-) o Superávit (+) (I - II - III)	(11.338,5)	(10.331,5)	(8,9)
V. Financiamiento (A + B + C)	11.338,5	10.331,5	(8,9)
A. Crédito externo neto	3.244,0	3.350,5	3,3
Desembolsos	5.102,0	5.067,0	(0,7)
Amortizaciones	1.858,0	1.716,5	(7,6)
B. Crédito interno neto	5.713,0	5.743,5	0,5
Desembolsos	12.003,0	11.952,0	(0,4)
Amortizaciones	6.290,0	6.208,5	(1,3)
C. Otros	2.381,5	1.237,5	(48,0)
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(7,5)	(6,0)	(20,2)

(proy.) Proyecciones.

n.a. No aplica.

1/ Incluye el impuesto del dos por mil.

Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

En cuanto a los gastos del Gobierno Nacional Central, se estima un crecimiento de 10,9%, el cual es levemente superior a la meta de inflación prevista para este año. La moderación en el crecimiento del gasto se consigue principalmente gracias a una fuerte austeridad en los pagos de funcionamiento, cuyo aumento anual de sólo 4,9% permite compensar el mayor dinamismo en los rubros de intereses (32,5%) y de inversión (19,6%). En el interior del funcionamiento, se espera una caída de 3,0% en gastos generales y un aumento de 8,5% y de 4,6% en servicios personales y transferencias, respectivamente.

De otro lado, el lento crecimiento de las transferencias es en parte el resultado del ajuste realizado en las apropiaciones por situado fiscal, debido a la caída de los ingresos corrientes observada en 1999. El ajuste en este rubro de gasto se compensa parcialmente con una mayor asignación de recursos para el Fondo de Crédito Educativo (FEC), que alcanza \$820,1 mm en el año representando un incremento superior al 90% frente al valor observado en 1999. Estos mayores recursos se requieren para complementar los fondos del situado fiscal dirigidos al financiamiento de la educación. El rubro de pensiones registrará una expansión de 37,6% debido al crecimiento de la base de pensionados que se origina en la asunción de los pagos de Cajanal y de la deuda pensional de la Caja Agraria.

La inversión del Gobierno Central programada para el presente año asciende a \$2.696,5 mm e incluye, entre otros, pagos para vivienda de interés social por \$150,0 mm y los recursos destinados a la reconstrucción del eje cafetero a través del Fondo de Reconstrucción del Eje Cafetero (FOREC) por \$417,0 mm. El rubro de préstamo neto contabiliza créditos para atender el servicio de la deuda de Carbocol por \$274 mm, Metro de Medellín por \$178 mm, Urrá por \$157 mm e Isagen por \$47 mm.

Respecto al financiamiento, los datos del Confis registran una utilización neta por \$3.350,5 mm en crédito externo y \$5.743,5 mm en crédito interno. Las colocaciones de TES alcanzarán \$11.426 mm de los cuales \$6.403,7 mm corresponden a suscripciones convenidas, \$3.899,9 mm a subastas y \$1.122,8 mm a inversiones forzosas de entidades públicas con excedentes de liquidez. En relación con el programa de privatizaciones y venta de activos se tiene prevista la venta de Carbocol y la de Isagen. Las privatizaciones de ISA y las entidades financieras se aplazaron para el año 2001.

Durante el año 2000 el resto del sector público no financiero registrará un superávit de 2,6% del PIB, el cual implica un aumento de 1% del PIB respecto al valor observado en 1999 (Cuadro 9). A nivel sectorial vale la pena destacar el buen desempeño en las Finanzas de Ecopetrol y el FAEP, gracias al comportamiento favorable de los precios internacionales del petróleo. Frente a 1999, el superávit de Ecopetrol aumentará 0,3% del PIB y el del FAEP 0,4% del PIB. El superávit del rubro "resto de entidades" también aumentará 0,4% especialmente por la inclusión de dos nuevos entes como son el Fondo Nacional de Garantías y el Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria, los cuales se financian con aportes del Gobierno Central.

La posibilidad de mantener a mediano plazo la tendencia de saneamiento fiscal depende fundamentalmente de la aprobación de las reformas estructurales sometidas a consideración del Congreso de la República, pues con el ajuste del año 2000 el Gobierno ha agotado el margen de maniobra que le permite la normatividad actual. Al darle continuidad al proceso de saneamiento fiscal, la aprobación de las reformas estructurales contribuirá de manera crucial a crear un ambiente macroeconómico que permita la consolidación y sostenibilidad del crecimiento económico en el mediano plazo.

D. Sector financiero

A finales de 1997, cuando apenas se enfrentaban los desarrollos iniciales de la crisis financiera, se contaba con un total de 131 establecimientos de crédito, cuyos activos alcanzaban una cifra equivalente al 66% del PIB¹⁵. En abril del presente año, el número de establecimientos era de 82, y sus activos representaban aproximadamente el 59,5% del PIB¹⁶. Esto muestra que el número de entidades cayó en un 38%, y la participación de los establecimientos de crédito en el PIB ha venido a asimilarse a la alcanzada en 1995¹⁷.

En el Informe al Congreso de marzo pasado se explicaron las medidas expedidas en 1999 con miras al fortalecimiento del sector financiero. En esta oportunidad se informa al Congreso la trayectoria del sector financiero en el último semestre, a través de indicadores de rentabilidad, solvencia y calidad de la cartera, y se destacan los desarrollos recientes de algunas de las medidas del año anterior. A partir de este análisis se reitera que, sin dejar de reconocer la persistencia de la crisis financiera, existen en el momento indicios acerca de un giro favorable en la solvencia del sector financiero.

RECUADRO 1
**METODOLOGÍA PARA EL CÁLCULO DEL FINANCIAMIENTO
DEL DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO**

El balance fiscal del sector público se puede medir de dos formas: comparando los ingresos y los gastos de las diferentes entidades públicas o identificando cada una de las fuentes de financiación del déficit como son el crédito externo y el interno, la variación de activos financieros y el valor de las privatizaciones. Estas dos formas de medición son equivalentes, excepto cuando existen diferencias de cobertura o problemas de tipo metodológico relacionados con el registro contable de las operaciones de ingresos y de gastos y con los movimientos de las cuentas del financiamiento.

Financiamiento del sector público consolidado	
Primer trimestre de 2000	
(Miles de millones de pesos)	
I. Gobierno Nacional Central	1.306,9
A. Crédito interno neto	(150,9)
1. Banco de la República	(189,2)
2. Sistema financiero	(1.588,5)
3. Otros	1.626,8
B. Crédito externo neto	1.787,5
1. Endeudamiento neto	1.535,3
2. Movimiento de portafolio externo	252,2
C. Portafolio en bonos de entidades públicas	(265,7)
D. Privatizaciones y otros	(64,0)
II. Entidades territoriales	34,7
A. Crédito interno neto	23,8
B. Crédito externo neto	10,9
C. Privatizaciones	0,0
III. Resto del sector público no financiero	(1.809,4)
A. Crédito interno neto	(972,0)
B. Crédito externo neto	(830,5)
C. Privatizaciones	(6,9)
IV. Seguridad social nacional	(668,5)
V. Subtotal sector público no financiero (I + II + III + IV)	(1.136,3)
VI. Fogafin	172,4
VII. Banco de la República	(213,2)
VIII. Total sector público combinado (V + VI + VII)	(1.177,1)
IX. Déficit (+) o superávit (-) como porcentaje del PIB	(0,7)

Fuente: Confis.

Desde hace algún tiempo el Banco de la República elabora una medición del financiamiento del déficit teniendo en cuenta las operaciones de crédito y la variación de activos financieros en el país y en el exterior. Esta forma de medición se ha venido perfeccionando pensando en la necesidad de un indicador de política fiscal oportuno que permita verificar las metas y compromisos de política establecidos por el Gobierno Nacional. Actualmente, el valor del financiamiento del sector público resulta de la agregación de las operaciones del Gobierno Nacional Central, las entidades territoriales, el sector de la seguridad social nacional, el resto del sector público no financiero y de los balances del Fogafin y del Banco de la República. Para cada una de estas entidades o sectores se calcula el endeudamiento neto al igual que el valor de las privatizaciones.

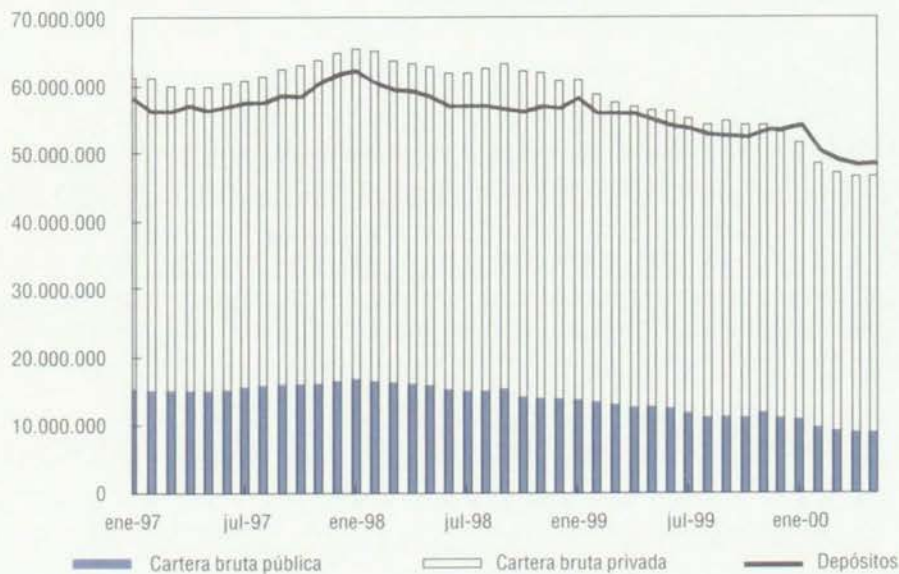
En el caso del crédito interno, se incluye tanto el endeudamiento con el sistema financiero como la emisión neta de títulos. Para el Gobierno Central y el resto del sector público no financiero, se calcula además el endeudamiento neto con el Banco de la República, la variación del rezago presupuestal (que está constituido por las reservas presupuestales y las cuentas por pagar), las alicuotas de las concesiones de telefonía celular y las titularizaciones de petróleo. El crédito externo incluye el endeudamiento neto del movimiento de portafolio. Con fines didácticos, el cuadro anexo presenta de manera resumida el cálculo del financiamiento del déficit consolidado en el primer trimestre del año, destacando las operaciones del Gobierno Nacional Central, las cuales se muestran con un mayor grado de desagregación.

1. Evolución reciente de la intermediación financiera

Una de las consecuencias de la crisis de los últimos años ha sido el menor dinamismo de la intermediación financiera. En el Gráfico 14 puede seguirse la declinación conjunta desde fines de 1997, de los depósitos y la cartera de las instituciones financieras. Puede apreciarse cómo los saldos reales de la cartera se han venido reduciendo más aceleradamente que los depósitos, hasta el punto que, en el curso de los últimos seis meses, la caída real de la cartera ha sido más aguda que la correspondiente a los depósitos del público. La disminución del saldo real de la cartera desde finales de 1997 es del 28%, lo que indica que más de la cuarta parte de la capacidad intermediadora de fondos se ha desvanecido a consecuencia de la crisis financiera. La caída antes señalada en los saldos de cartera se explica en parte por las medidas adoptadas para el saneamiento de los balances y el alivio a los deudores. Si se aísla el efecto de estas medidas, la caída de la cartera real no sería del 28% sino del 18%. Entre castigos de cartera de la banca pública, y el retiro de cartera de entidades liquidadas, también de origen público, se explica 7,5 puntos de la diferencia anotada. El resto se reparte entre alivios a deudores, y otras operaciones de depuración del balance, como saneamientos ofrecidos a la banca privada, ventas de cartera y carteras entregadas en administración.

La decisión de los propios intermediarios de destinar una mayor porción de sus usos de fondos a inversiones financieras líquidas y seguras,

Gráfico 14
Sistema financiero
Evolución de la cartera bruta y los depósitos
(Enero de 1997-Mayo de 2000, precios de diciembre de 1999)
 (Millones de pesos)



Fuente: Banco de la República.

que incluye los títulos públicos del Gobierno Nacional, también ha incidido en la pérdida de importancia de la cartera como proporción de los activos totales. El Gráfico 15 presenta el contraste entre el curso ascendente y pronunciado de la participación de este tipo de inversión de los activos totales, y el descenso gradual de la participación de la cartera para la totalidad del sistema financiero desde principios de 1998.

2. Solvencia y riesgo crediticio

a. Evolución de la solvencia bancaria

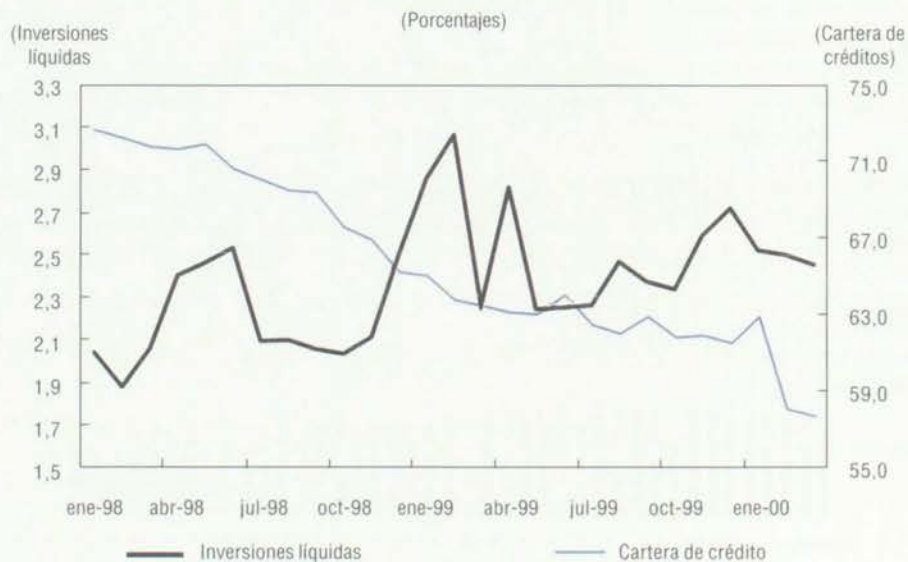
La trayectoria seguida por la relación de solvencia desde mediados de 1997, medida como la proporción entre el patrimonio técnico y los activos ponderados por el nivel de riesgo, aparece en el Gráfico 16. Puede observarse cómo el indicador para el conjunto del sistema financiero se ha mantenido por encima del mínimo exigido del 9% a lo largo de la crisis, y cómo sus niveles más bajos, alcanzados entre diciembre de 1998 y junio de 1999 fueron determinados por el debilitamiento de la banca

Gráfico 15

Sistema financiero

Participación de las inversiones líquidas y la cartera en el activo total

(Enero de 1998-Marzo de 2000)



Fuente: Banco de la República.

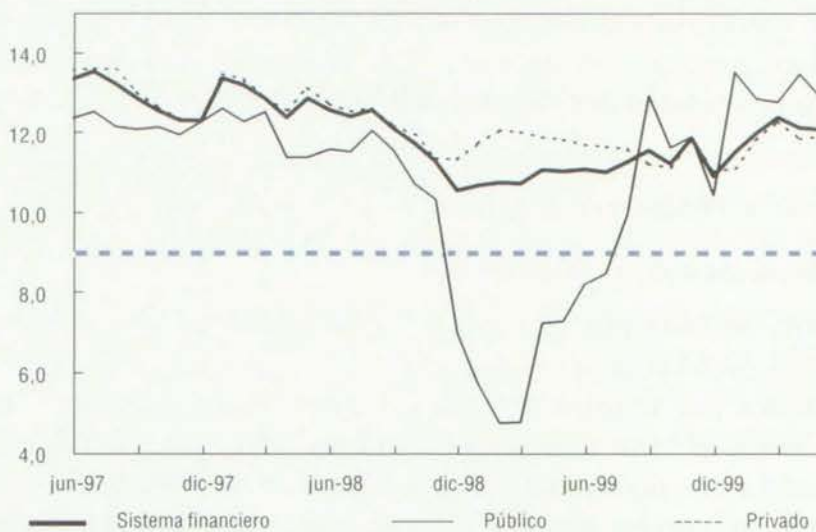
Gráfico 16

Sistema financiero

Relación de solvencia

(Junio de 1997-Mayo de 2000)

(Porcentajes)



Fuente: Banco de la República.

pública. El aumento del indicador de solvencia de la banca pública durante el segundo semestre de 1999 obedeció a una variedad de medidas de política encaminadas a su recapitalización que permitieron, desde finales de 1999, que su indicador superara el correspondiente indicador de la banca privada y del conjunto del sistema financiero.

Dicho comportamiento ha correspondido a la reciente evolución favorable de los activos improductivos, la cartera vencida y los bienes recibidos en pago, como también a la limitada actividad crediticia desplegada por la banca pública que le ha permitido reducir el peso de los activos riesgosos dentro de sus activos totales. La magnitud del mejoramiento en la evolución de los activos improductivos se comprueba al comparar las cifras alcanzadas a mediados de 1999 con las de abril del presente año. En la primera fecha, los activos improductivos de la banca pública llegaban al 13,3% de sus activos, mientras que los de la banca privada eran del 5,2% y los del sistema como un todo, del 6,9%. En la última fecha, las cifras correspondientes eran del 7%, 4% y 4,5%, respectivamente. A pesar de estos logros, los activos improductivos públicos siguen siendo relativamente altos, sugiriendo que los procesos de saneamiento y capitalización deben consolidarse.

En cuanto a la evolución del indicador de solvencia de la banca privada pueden distinguirse dos grupos. Las entidades que no acudieron a Fogafin alcanzan en la actualidad una solvencia entre el 11% y 12%, la cual se redujo desde un nivel de 14% antes de la crisis. Por su parte, la banca privada que recurrió a los créditos de Fogafin ha logrado retornar a niveles que cumplen el mínimo de solvencia requerido gracias a la capitalización efectuada por los propios accionistas y a los créditos patrimoniales recibidos de Fogafin. Sin embargo, la recuperación financiera de estas entidades ha encontrado algunos tropiezos debido a la baja liquidez de los bonos de Fogafin dentro de un mercado de capitales limitado.

Como se deduce de lo anterior, la trayectoria del indicador de solvencia da lugar a un razonable optimismo acerca de su comportamiento futuro. No obstante, el pleno restablecimiento del sector financiero requiere la continuidad de los esfuerzos de capitalización, con el concurso del sector privado. Los avances logrados hasta el momento no habrían sido viables sin los programas de restablecimiento patrimonial de los intermediarios públicos y privados. Los recursos aportados por el Fogafin para la capitalización de la banca pública han sido del orden de \$4,3

billones¹⁸. A su vez, los créditos otorgados para la capitalización de la banca privada llegaron a \$0,8 billones, de los cuales el 70% se otorgó a largo plazo, con lo cual se atendió hasta el 90% de los recursos de capital requeridos para restablecer la relación de solvencia al 10%¹⁹.

No sobra reiterar que los créditos a la banca privada se otorgaron a tasas de mercado y con las garantías adecuadas, de modo que el esquema seguido por Fogafin no implicó ningún tipo de subsidio para los accionistas. Adicionalmente, cabe recalcar que las intervenciones de Fogafin a las entidades privadas, tales como Granahorrar, FES, y más recientemente Interbanco, se han hecho con el explícito fin de preservar el ahorro del público y evitar riesgos de contagio financiero.

Con lo anterior, el monto total del crédito concedido por Fogafin supera los \$5,1 billones, aproximadamente 3,0% del PIB. Aunque se trata de un esfuerzo importante, aún persisten requerimientos de capitalización, pues, como se verá más adelante, el indicador del deterioro de la cartera es todavía muy elevado. Al esfuerzo oficial han venido sumándose, en el curso del último semestre, destacadas emisiones de acciones para el fortalecimiento patrimonial de la banca privada.

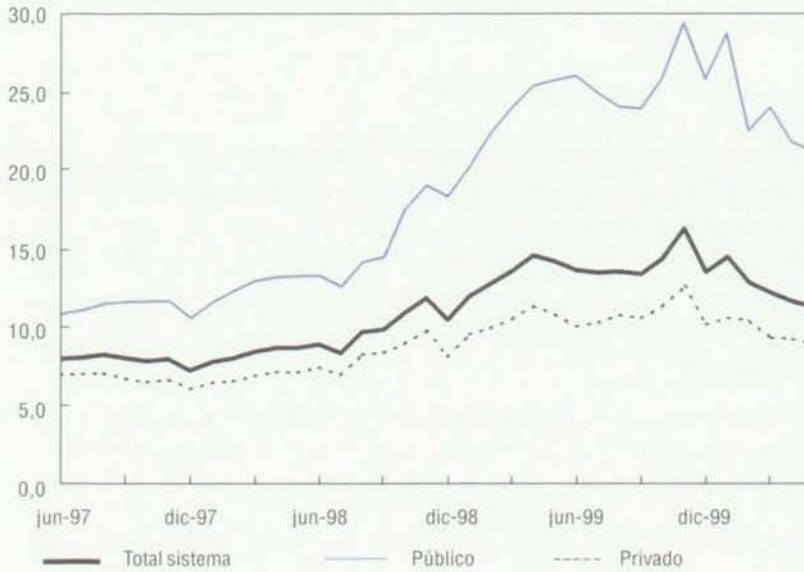
b. Tendencias de recuperación de la calidad de la cartera

El Gráfico 17 muestra la trayectoria de la cartera vencida como porcentaje de la cartera total. Desde mediados de 1997 el indicador correspondiente a la banca pública bordeaba ya el 14%, aproximadamente el doble del indicador de la banca privada. A partir de entonces la brecha entre los dos indicadores se amplía permanentemente. En su punto máximo, en noviembre de 1999, el indicador correspondiente al sector público llegó al 29%, y el del sector privado, al 13%.

Desde finales de 1999, se interrumpe la tendencia creciente del indicador de cartera vencida de la totalidad del sistema financiero. En la banca pública se refleja las medidas de saneamiento financiero del Banestado y del BCH. En la banca privada el descenso del indicador se inició con la creación del Megabanco, tendencia que ha venido reforzándose con una mejoría en la recuperación de cartera.

Indicadores alternativos coinciden en destacar la evolución favorable de la calidad de la cartera. Como se aprecia en el Cuadro 11, en las entidades privadas la cartera vencida como porcentaje de la totalidad de la cartera pasó del 10,8% en mayo de 1999 al 8,8% en igual mes de 2000.

Gráfico 17
Sistema financiero
Cartera bruta vencida
 (Junio de 1997-Mayo de 2000)
 (Porcentajes de la cartera bruta)



Fuente: Banco de la República.

Dentro de este grupo sobresale la mejoría en las compañías de financiamiento comercial, ya que en las tradicionales el indicador cayó del 20% al 14% entre mayo de 1999 y el mismo mes del mismo año, y en las especializadas en *leasing* descendió del 27% al 13%²⁰ en igual período. En la banca pública, el porcentaje correspondiente declinó del 27% al 21% en el mismo lapso. Igualmente se observa mejoría en el indicador de morosidad que relaciona la cartera vencida ponderada por su antigüedad, con la cartera bruta, especialmente en el caso de la banca privada y en el conjunto de la banca pública.

En el sector privado, el indicador de cubrimiento, que revela en qué medida las instituciones han creado provisiones en relación con su cartera vencida, prácticamente se dobló, pasando del 28% al 50% entre mayo de 1999 y mayo de 2000. Se destaca el caso de las corporaciones financieras, en las cuales alcanzó el 85% en mayo de 2000. En el sector público, el cubrimiento también avanzó, pasando del 36% al 39%. En particular, las provisiones sobre las carteras de menor calidad (C, D y E) se elevaron del 33% al 54% en el sector privado, y del 38% al 44% en el sector público.

Cuadro 11
Indicadores de calidad de la cartera
(Porcentaje)

	Tamaño relativo de la cartera vencida		Indicador de morosidad		Indicador de cubrimiento		Cobertura de cartera	
	Mayo		Mayo		Mayo		Mayo	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
Sector privado								
Bancos	10,8	9,1	5,0	3,7	27,8	48,3	32,0	73,8
Corporaciones financieras	5,5	4,8	1,9	1,9	46,1	85,2	62,7	101,7
Compañías de financiamiento comercial								
Tradicional	20,3	14,0	10,0	6,6	20,5	34,3	23,2	44,5
Especializadas en <i>leasing</i>	26,6	12,8	9,9	5,2	24,4	35,4	34,4	58,0
Total sector privado	10,8	8,8	4,8	4,8	28,1	49,4	33,2	54,2
Sector público de primer piso								
Bancos	29,7	24,8	15,7	16,9	35,7	37,7	37,2	51,6
Corporaciones financieras	11,9	4,3	6,6	0,8	44,2	34,8	47,5	33,7
Compañías de financiamiento comercial								
Tradicional	27,6	21,5	10,8	16,2	40,9	84,8	61,5	93,2
Especializadas en <i>leasing</i>	28,3	17,7	16,1	10,8	16,0	32,0	20,4	40,2
Total sector público de primer piso	26,6	21,1	14,4	12,7	35,9	39,0	37,9	43,9
Notas:								
Tamaño relativo de la cartera vencida (%) = [Cartera vencida / Cartera bruta] * 100.								
Indicador de cubrimiento (%) = [Provisiones / Cartera vencida] * 100.								
Indicador de morosidad (%) = [Cartera vencida ponderada, según su antigüedad / Cartera bruta] * 100.								
Indicador de cobertura (%) = [Provisiones de la cartera c, d y e / Cartera vencida c, d y e] * 100.								
Fuente: Superintendencia Bancaria.								

Aunque los indicadores anteriores muestran los avances obtenidos en calidad de cartera, durante el último año, cabe destacar la existencia de una importante heterogeneidad, tanto en el comportamiento de la cartera vencida como en los demás indicadores de calidad de la misma, según el tipo de establecimientos financieros y la principal orientación del crédito entre financiación hipotecaria, comercial y consumo (Gráfico 18).

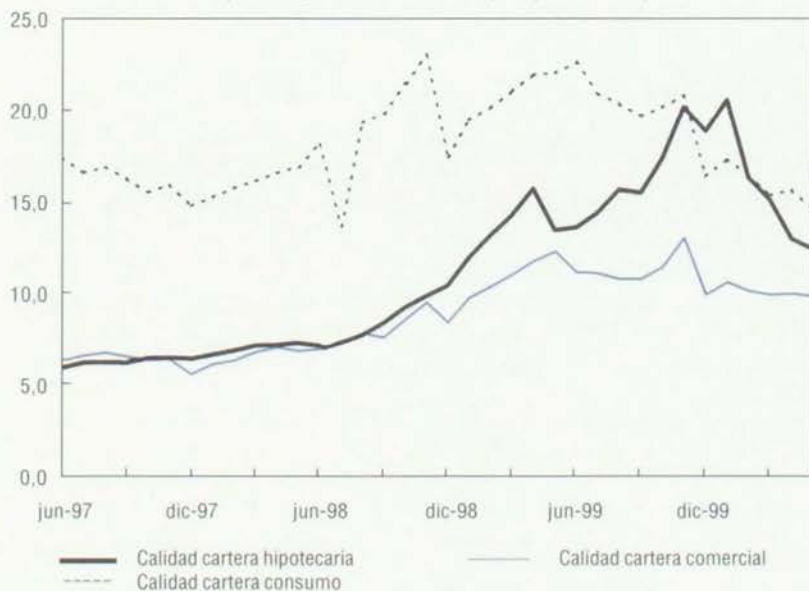
3. Las medidas de política

Diversas medidas de política se han venido aplicando para enfrentar la crisis financiera. Las medidas dispuestas en la emergencia económica de 1998, se han reforzado mediante los programas de fortalecimiento patrimonial de la banca liderados por Fogafin, nuevos estatutos legales

Gráfico 18
Sistema financiero
Cartera bruta vencida

(Junio de 1997-Mayo de 2000)

(Porcentajes de la cartera bruta por tipo de cartera)



Fuente: Banco de la República.

del sector financiero, el crédito hipotecario para vivienda, y las reestructuraciones empresariales. Por su parte, los apoyos otorgados en 1999 a los deudores hipotecarios (\$850.000 m) se complementaron con las reliquidaciones autorizadas por la Ley 546 de 1999. Estas reliquidaciones alcanzaron a finales de marzo del presente año \$1.412 mm.

Entre los nuevos marcos legales concebidos para el manejo de la crisis financiera sobresalen la Ley 510 de 1999 ó de reforma financiera, la Ley 546 de 1999 ó de vivienda y financiación hipotecaria, y la Ley 550 de 1999 ó de intervención económica. Los contenidos esenciales de estas leyes se explicaron en el Informe al Congreso de marzo pasado. En esta ocasión se presentan los primeros desarrollos de la Ley de Intervención Económica.

La Ley 550 de 1999 se expidió con el propósito de crear un marco favorable a la reestructuración empresarial, y enfrentar el creciente número de concordatos y liquidaciones de empresas. Según la Superintendencia de Sociedades, las empresas en concordato pasaron de 105 en 1998 a

198 en 1999, y las liquidadas aumentaron de 77 a 162. Bajo el régimen de la nueva ley, 140 empresas han materializado acuerdos de reestructuración con la banca durante el primer semestre de 2000, y de ellas tan sólo dos debieron entrar a la fase concordataria.

Según el Cuadro 12, al término del primer trimestre del año en curso el sistema financiero había participado en acuerdos de reestructuración por un monto de \$2.2 billones, cifra equivalente al 40% de la cartera vencida de los intermediarios financieros a esa fecha. Estas cifras incluyen arreglos verificados, tanto bajo el régimen de la Circular 039 de 1999 de la Superintendencia Bancaria como de la Ley 550 de 1999.

Cuadro 12				
Sistema financiero				
Acuerdos de reestructuración				
Marzo de 2000				
(Millones de pesos)				
	Comercial	Consumo	Vivienda	Total
Bancos	1,161,961	31,380	282,788	1,476,129
Corporaciones financieras	582,898	2,082	0	584,980
Compañías de financiamiento comercial	145,423	6,501	0	151,924
Sociedades fiduciarias	5,861	1,172	1,122	8,155
Totales	1,896,142	41,135	283,911	2,221,188

Fuente: Superintendencia Bancaria.

Las reestructuraciones han cubierto una amplia gama de sectores. De acuerdo con estadísticas de Confecámaras, el 21% de las empresas participantes ha provenido del sector comercio, el 19% del sector industrial, y el 14% de la construcción. Otros sectores han participado con porcentajes menores, tal como aparece en el Cuadro 13. Se estima que los pasivos reestructurados pertenecen a empresas cuyos activos son del orden de \$3 billones²¹. De acuerdo con el valor de los pasivos reestructurados, los sectores textilero, minero y de servicios alcanzaron la mayor participación en los acuerdos (Cuadro 14).

Según lo anterior, la Ley de Intervención Económica comienza a dar los resultados esperados con su expedición. Su cobertura geográfica ha sido muy amplia. Si bien aproximadamente el 56% de los acuerdos se ha concentrado en las ciudades de Bogotá, Medellín y Cali, otras 27 ciuda-

Cuadro 13
Acuerdos de reestructuración empresarial
Participación sectorial, según número de empresas
Junio de 2000
(Porcentaje)

Comercio	21,0
Industrial	19,0
Construcción	14,0
Textil	8,0
Agropecuario	6,0
Servicios	5,0
Salud	5,0
Metalmecánica	4,0
Telecomunicaciones	3,0
Transporte	3,0
Metalúrgico	2,0
Editorial	2,0
Educación	1,0
Hotelero	1,0
Confeción	1,0
Calzado	1,0
Alimentos	1,0
Farmacéutico	1,0
Minero	1,0

Fuente: Confecámaras con base en cifra de la Superintendencia de sociedades y Cámaras de Comercio.

Cuadro 14
Acuerdos de reestructuración empresarial
Participación sectorial, según pasivos reestructurados
Junio de 2000
(Porcentaje)

Textil y confecciones	55,44
Minero	19,53
Servicios	8,98
Metalúrgico y metalmecánico	3,24
Construcción	3,07
Sector industrial	2,90
Papel e industria gráfica	2,24
Comercio	1,82
Transporte y telecomunicaciones	1,37
Sector agrícola y agroindustrial	0,73
Químico y farmacéutico	0,44
Automotriz	0,24

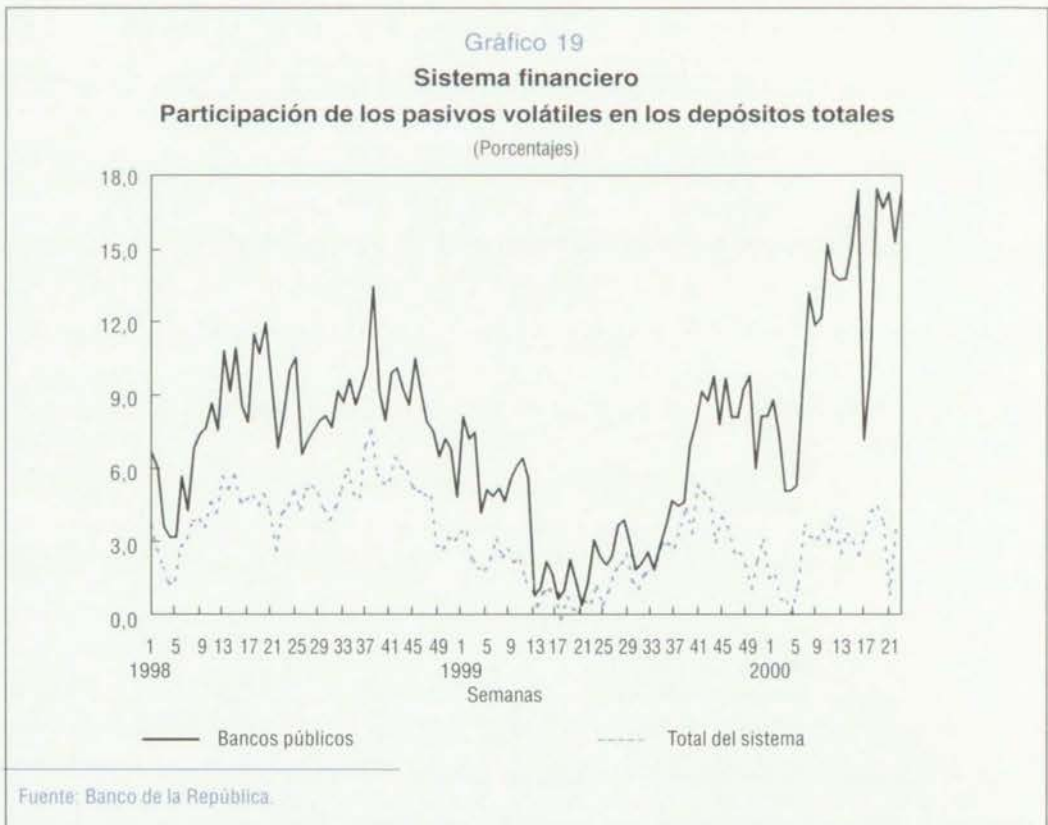
Fuente: Confecámaras con base en cifra de la Superintendencia de sociedades y Cámaras de Comercio.

des de diversos tamaños han tenido cabida en los arreglos con el sistema financiero.

4. Situación y riesgo de liquidez

En Colombia, el mercado interbancario está segmentado. Coexisten de manera sistemática un grupo amplio de intermediarios con excesos de liquidez, y un grupo muy restringido de los mismos con faltantes. En este último grupo se destacan los intermediarios financieros públicos. Según se señaló en la sección de política monetaria, esta conformación del mercado llevó a que el Banco de la República al tiempo que suministra recursos de liquidez, especialmente a la banca pública, deba recoger los excesos que no absorbe el mercado interbancario.

La segmentación del mercado interbancario, no sólo se refleja en la distribución de la liquidez por intermediarios, sino también en el comportamiento de los indicadores de riesgo de liquidez. En el Gráfico 19 se describe, para los últimos dos años y medio, la trayectoria del riesgo de liquidez, entendido éste como el porcentaje que los pasivos volátiles



representan dentro del total de depósitos del sistema financiero²². En el gráfico se presentan dos grandes ciclos completos. El primero transcurre entre enero de 1998 y mayo de 1999, y el segundo entre junio de 1999 y enero de 2000. Estos ciclos sugieren que el riesgo de liquidez evolucionó de acuerdo con la forma como los agentes económicos recompusieron su portafolio en períodos de inestabilidad cambiaria y financiera. Así, las presiones cambiarias de 1998 y 1999 se manifestaron en las fases crecientes de los ciclos del riesgo de liquidez.

El indicador también ilustra cómo el aumento del riesgo de liquidez durante lo corrido del presente año, y a diferencia de los dos años anteriores, no es característico de la totalidad del sistema, sino que se origina en la banca pública. El gráfico revela cómo, durante el primer ciclo el riesgo de liquidez de dichas instituciones, el indicador fue superior al del sistema en su conjunto. Los bancos públicos sortearon las limitaciones de liquidez mediante manejos de tesorería, en los cuales se combinaron las fuentes interbancarias y del Banco de la República con una administración prudente de la cartera y de los activos líquidos.

Posteriormente, al ponerse en marcha la estrategia de restablecimiento patrimonial de la banca pública, su riesgo de liquidez evolucionó de manera semejante a como lo estaba haciendo la totalidad del sistema. Sin embargo, a partir del cuarto trimestre de 1999, el riesgo de liquidez de las instituciones públicas se apartó nuevamente del seguido por el sistema. Sus coeficientes han llegado a niveles superiores a los alcanzados en los ciclos anteriores, y con una persistencia sin antecedentes. Frente a un valor medio del indicador del 2% a mediados de 1999, el de la banca pública alcanzó el 5% durante el segundo semestre de 1999, y el 8% durante lo corrido del presente año²³.

E. Progreso en el programa de ajuste

En el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de marzo de 2000 se explicó en forma detallada la estrategia de ajuste y recuperación de la economía que se seguirá durante los próximos años y que se encuentra contemplada en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Como allí se mencionó, dicha estrategia se basa en mantener la disciplina monetaria, reestructurar el sector financiero, reducir el déficit fiscal y adelantar una política de financiamiento externo compatible con el ajuste macroeconómico. Para lograr una coherencia macroeconómica y garantizar el cumplimiento del programa, se diseña-

ron unos criterios de desempeño que establecen límites sobre determinadas variables, en particular: i) las reservas internacionales netas (RIN), ii) los activos domésticos netos (ADN) del Banco de la República²⁴, iii) el balance general del sector público consolidado²⁵, y iv) los desembolsos netos de deuda externa de corto plazo y los de mediano y largo plazo del sector público. El programa considera cierta flexibilidad sobre los límites de las variables mencionadas, a través de ajustes que se pueden aplicar en circunstancias especiales. Según se evalúa a continuación, la política macroeconómica anteriormente descrita en las anteriores secciones, ha permitido cumplir con los criterios de desempeño en lo corrido del programa hasta el mes de junio.

En el Cuadro 15 se presentan los criterios de desempeño trimestral originalmente definidos en el programa macroeconómico, y los resultados observados con las cifras disponibles hasta el mes de junio. Como se puede apreciar, el límite mínimo para las RIN, sin aplicar ajustes, se superó en los meses de diciembre y marzo, en tanto que para el mes de junio el nivel observado de reservas superó el límite mínimo una vez aplicados los ajustes. En cuanto al criterio de desempeño de los ADN, que establece un tope máximo para los mismos, a diciembre 31 de 1999 se sobrepasó en \$752 mm. Este resultado se explica por la mayor demanda de efectivo y de reserva registrada a finales del año como consecuencia del cambio de milenio. En el acuerdo con el FMI se preveía la posibilidad de esta mayor demanda, por lo cual dicho acuerdo incluía una excepción por el incumplimiento de este tope. Este fenómeno se revirtió el primer día hábil del presente año, de tal forma que el 3 de enero de 2000 el valor de los ADN ascendió a -\$7.715 mm, inferior en \$65 mm al tope establecido para el 31 de diciembre. En marzo de 2000, el valor de los ADN fue inferior al tope establecido, sin incluir ajustes, en \$839 mm. Finalmente, en el mes de junio el valor de los ADN se ubicó por debajo del tope correspondiente una vez aplicados los ajustes.

En relación con el criterio de desempeño del déficit del sector público consolidado, que establece un tope máximo para el déficit acumulado en cada trimestre, se observa que a diciembre 31 de 1999 su valor fue inferior a dicho tope en \$1.080 mm. Para el mes de marzo el déficit acumulado nuevamente se situó por debajo del tope en \$4.657 mm. Este resultado fue posible gracias al esfuerzo de ajuste de las finanzas públicas descrito en la sección de política fiscal y al superávit del sector de hidrocarburos. Aunque sobre este resultado también influye el comportamiento estacional de algunos ingresos y gastos del sector público

Cuadro 15

Criterios de cumplimiento del programa con el Fondo Monetario Internacional

	Diciembre 31 de 1999			Marzo 31 de 2000			Junio 30 de 2000		
	Programa FMI (a)	Observado (b)	Diferencia (b) - (a)	Programa FMI (a)	Observado (b)	Diferencia (b) - (a)	Programa FMI (a)	Observado (b)	Diferencia (b) - (a)
Nivel mínimo									
Reservas internacionales netas (RIN) (Millones de dólares)	7,850	8,116	266	8,150	8,254	104	8,350	8,335	(15) (*)
Nivel mínimo ajustado									
Reservas internacionales netas (RIN) (Millones de dólares) 1/	7,850	8,116	266	7,550	8,254	704	7,650 a	8,335	685 a
							7,450 2/		885
Nivel máximo									
Activos domésticos netos (ADN) (Miles de millones de pesos)	(7,650)	(6,898)	752 (*)	(8,950)	(9,789)	(839)	(9,050)	(8,718)	332 (*)
Nivel máximo ajustado									
Activos domésticos netos (ADN) (Miles de millones de pesos)	(7,650)	(6,898)	752	(7,720)	(9,789)	(2,069)	(7,615) a	(8,718)	(1,103) a
							(7,205) 2/		(1,513)
Nivel mínimo									
Balance del sector público consolidado desde el 1 de enero de 1999 (Miles de millones de pesos)	(9,150)	(8,071)	1,080	(11,550)	(6,893)	4,657	(13,300)	n.d.	n.d.
Nivel máximo									
Desembolsos netos acumulados de deuda externa de corto plazo del sector público desde el 1 de enero de 1999 (Millones de dólares)	382	368	(14)	70	56	(14)	70	n.d.	n.d.
Nivel máximo									
Desembolsos netos acumulados de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público desde el 1 de enero de 1999 (Millones de dólares)	2,450	1,766	(684)	2,600	2,291	(309)	2,750	n.d.	n.d.
Nivel máximo ajustado									
Desembolsos netos acumulados de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público desde el 1 de enero de 1999 (Millones de dólares)	2,450	1,766	(684)	2,793	2,291	(502)	3,383	n.d.	n.d.

n.d. No disponible.

1/ No incluye el ajuste por sobre desempeño de 1999.

2/ Valor estimado, puesto que aún no se cuenta con la información de deuda externa ni de movimiento de activos en el exterior del sector público para el cierre de junio. Se estima por tanto un faltante de financiamiento externo público entre US\$700 m y US\$900 m.

(*) Indica incumplimiento de la meta antes de tener en cuenta las exenciones técnicas. Una vez tenidas en cuenta, todos los criterios de desempeño se cumplen.

Fuente: Banco de la República y Ministerio de Hacienda y Crédito Público, *Acuerdo Extendido de Colombia con el Fondo Monetario Internacional*, 1999.

que le podrían imprimir cierto carácter transitorio, el sobrecumplimiento registrado ratifica la viabilidad de alcanzar la meta fiscal para el año 2000 (3,6% del PIB).

Por último, los desembolsos netos de deuda externa de corto²⁶, mediano y largo plazo, acumulados desde el primero de enero de 1999, han sido inferiores en todos los trimestres a los topes establecidos en el programa, aún sin incluir ninguno de los ajustes que serían posibles dado el atraso en el programa de privatizaciones.

RECUADRO 2

¿APRETÓN DE CRÉDITO O DEBILITAMIENTO DE LA DEMANDA? LAS ENSEÑANZAS DE LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

La reducción del crédito en la economía colombiana ha llevado a una intensa discusión sobre el origen de esta situación. Como se observa en el Gráfico 1, el crédito al sector privado comenzó a declinar severamente desde el segundo trimestre de 1998 y ha continuado ese comportamiento aún después de que la economía inició su recuperación. Este comportamiento se ha observado recientemente en otros países, por lo cual, con el fin de dar elementos adicionales para el debate, resulta pertinente revisar la experiencia internacional.

La enseñanza más importante de los ciclos recientes de negocios en los llamados mercados emergentes, es el papel central que en su difusión tuvieron los bancos comerciales. Al comenzar la década de los noventa, el acelerado crecimiento económico y la estabilidad de las tasas de cambio en Asia y América Latina estuvieron asociados a una bonanza de crédito sin antecedentes, a una reducción de los márgenes de intermediación y a la rápida progresión de la deuda de las empresas y de los hogares con los bancos.

Posteriormente, las devaluaciones masivas y los choques a las tasas de interés en 1994-1995 en algunos países de Latinoamérica, y en 1997-1998 en el este asiático, exacerbaron los problemas de selección adversa de malos créditos, llevando a la erosión de los depósitos de los bancos y al incremento de la cartera vencida. La consecuencia de esto fue la parálisis del crédito interno. Meses después del choque inicial, el crédito bancario permanecía deprimido, aun a pesar de que los depósitos, las tasas de interés y las tasas de cambio habían retornado a los niveles que tenían antes de la crisis.

El comportamiento de los agregados de crédito llevó a los analistas a plantear la existencia, en los países afectados, de un estrangulamiento de crédito, definido como reducción en la disposición a prestar por parte de los bancos que no se reflejaba en tasas de interés elevadas. Este diagnóstico resultaba muy plausible si se considera que una característica esencial de esas economías era el papel dominante de los bancos en la provisión de capital de trabajo y de financiamiento para los proyectos de las firmas, así como de crédito de corto y largo plazo para los hogares. Ese rasgo de los sistemas financieros reflejaba el relativo poco desarrollo de la capacidad de las empresas, en especial de las pequeñas y medianas productoras de bienes no transables, para obtener fondos de terceros para financiarse¹. En este contexto, donde los bancos y los bonos son sustitutos imperfectos en el lado pasivo del balance de las pequeñas empresas, el impacto de los choques de tasas de interés en el producto fue amplificado por la interrupción del llamado canal de crédito.

En los gráficos 2 a 6 de este recuadro se observa el comportamiento del crédito real al sector privado y de la actividad económica en algunos de los países más directamente afectados por la crisis del Tequila (México y Argentina) y del este asiático (Indonesia, Tailandia y Corea).

La crisis mexicana comienza con el abandono de su régimen cambiario en diciembre de 1994, acompañado de un importante incremento en las tasas de interés de colocación, seguida de una política monetaria restrictiva desde comienzos de 1995. Como se observa en el Gráfico 2, a partir de estas medidas se presentó una marcada contracción del crédito al sector privado. Un aspecto muy importante es que el crédito continuó creciendo a tasas negativas durante muchos meses después del impacto inicial, comportamiento que persistió al iniciarse la recuperación a finales de 1995 y aún dos años más tarde cuando la economía registraba crecimientos anuales del orden del 7%.

En el episodio de Argentina se dan muchos elementos similares a los de la experiencia mexicana. También en este caso a las elevadas tasas de interés les siguió una desaceleración en términos reales del crédito al sector privado desde finales de 1994. Con posterioridad al pico alcanzado por las tasas de colocación en marzo de 1995 y con el endurecimiento de las condiciones monetarias por el propósito del gobierno de mantener su convertibilidad, el crédito decrece en términos reales durante la mayor parte de 1996, para posteriormente crecer a tasas moderadas hasta mucho después de iniciada la recuperación (Gráfico 3).

Indonesia mantiene un crecimiento positivo del crédito en términos reales durante 1997. En 1998 se inicia una prolongada y profunda desaceleración del crédito, el cual continúa creciendo negativamente en 1999. Cabe destacar que, como en los otros casos, la recuperación de la economía que se observa en 1999 no incidió en el crecimiento del crédito en ese año (Gráfico 4). En el caso de Tailandia, se presenta una situación similar. La desaceleración económica que se inicia en 1997, coincide después de algunos meses con una fuerte caída del crédito real. Sin embargo, la recuperación que empieza a producirse hacia mediados de 1998 no se ve acompañada de un incremento en la tasa de crecimiento real del crédito, que continuaba siendo negativa a pesar de que la tasa de crecimiento de la economía se acercaba hacia mediados de 1999 al 5% anual (Gráfico 5).

En Corea, la crisis se inicia como consecuencia de las dificultades de Tailandia en julio de 1997. La presión contra el *won* se mantiene hasta diciembre de ese mismo año, situación que trae como consecuencia que durante todo el segundo semestre la política del banco central busque restringir las condiciones monetarias, con un aumento sustancial en las tasas de interés y un recorte de la base monetaria. Esta circunstancia fue seguida por un recorte de la liquidez en los mercados monetarios y una caída en los préstamos de los bancos por su desesperada necesidad de mejorar su anémica relación capital/activos. Las condiciones de reducción crediticia se mantienen durante dos años después del impacto inicial, aunque hay que advertir que solamente en el primer trimestre de 1998 se observan tasas menores al 5%. Este crecimiento moderado del crédito se mantiene durante el resto del año 1998 cuando se consolida la recuperación de la economía en el primer trimestre del año siguiente (Gráfico 6).

Pronto surgieron apreciaciones que pusieron de relieve aspectos diferentes en la situación que enfrentaron los países. Se señaló, en primer lugar, que era difícil detectar las presiones sobre el canal de crédito que llevaban a un apretón del mismo. De hecho, el flujo de crédito es el producto de factores que afectan su oferta y su demanda. Existe, en otras palabras, un problema de identificación: la caída en el volumen de crédito puede ser el resultado de una disminución en la disposición a prestar por parte de los bancos o de un debilitamiento de la demanda de crédito. En esas condiciones, es inadecuado basarse exclusivamente en el examen del comportamiento de los agregados de crédito para probar la existencia de un desplazamiento adverso de la oferta de préstamos. El comportamiento de la variable de crédito podría estar reflejando, por el contrario, el debilitamiento o la desaceleración de la demanda.

¿Oferta o demanda?

Que el menguado crecimiento del crédito se origine en una reducción de la oferta de crédito o en una débil demanda por este, es un asunto de la mayor importancia desde el punto de vista de la política económica. Si la oferta de crédito o la disposición a prestar juegan un papel importante, las medidas estructurales tales como, los cambios en la regulación y las intervenciones para fortalecer el sistema bancario, podrían ser necesarios para remover los obstáculos al crecimiento. Si, por el contrario, el problema es el debilitamiento de la demanda, el efecto de este mismo tipo de medidas será inocuo, en términos de crecimiento.

Con esta problemática en mente, Ghosh y Ghosh (1999a, 1999b)² estiman dos modelos de desequilibrio con el fin de encontrar los determinantes del ciclo de crédito en los países del este asiático y que se diferencian en la frecuencia de los datos. En el modelo general, la oferta real de crédito depende positivamente de la relación entre la tasa de interés real y la de depósitos, del producto corriente, el cual captura la capacidad de pago de las empresas, y de la capacidad real de otorgar préstamos por parte de los bancos. La demanda de crédito, por su parte, depende negativamente de la tasa de interés real, y positivamente del producto corriente, de la diferencia entre el producto corriente y el potencial (la brecha del producto), del precio en el mercado accionario (como una variable próxima del producto esperado) y de la inflación.

Los resultados de la estimación de los modelos, los cuales, como aclaran sus autores, pertenecen a la órbita de la macroeconomía, muestran que la hipótesis del apretón de crédito -restricción de oferta- no se cumple en todos los países considerados o, en algunos casos, solamente se comprueba en ciertos momentos determinados dentro del total del período examinado, desde enero de 1996 hasta la mitad de 1998.

En la estimación con datos mensuales se encuentra que en Tailandia se dio simultáneamente una caída en términos reales de la oferta y de la demanda de crédito, aunque esta última cayó más rápido. Solamente en enero de 1998 se observa evidencia de la existencia de un apretón de crédito, con una demanda que crece más rápido que la oferta. En Corea, se presentó un exceso de demanda de crédito durante la primera mitad de 1997, inmediatamente antes de que la crisis financiera se desencadenara, el cual se estaba reduciendo al momento de presentarse ésta. En Indonesia la evidencia confirma la hipótesis de un exceso de demanda sustancial o, en otras palabras, de un apretón de crédito en noviembre y diciembre de 1997. Por el contrario, en los meses siguientes no existe evidencia de un racionamiento de crédito.

El modelo trimestral se estima solamente para Indonesia y Corea con resultados similares a los encontrados en la versión mensual. Para los dos países se obtiene evidencia de un racionamiento en cantidades en los trimestres que siguen a la crisis (agosto y noviembre de 1997, respectivamente). Al finalizar el primer trimestre de 1998, en los dos países se observa una caída en la demanda de crédito que lleva a un desplome del volumen de crédito. Si bien la oferta de crédito se encuentra en ese momento en niveles inferiores a los que se observaban con anterioridad a la crisis, lo cierto es que el factor limitante en este caso es la demanda.

Una enseñanza clara de este tipo de ejercicio es que la caída en el crecimiento del crédito real que se observa después de una crisis financiera puede originarse en tres factores. En primer lugar, la habilidad para prestar por parte de los bancos se puede ver reducida como consecuencia de su búsqueda por mejorar sus relaciones capital/activos y como resultado de la reducción de la razón crédito/depositos. Este parece ser el mecanismo que se desencadena inmediatamente después de la crisis. En segundo lugar, el deseo de los bancos para prestar se disminuye como consecuencia del debilitamiento de la actividad económica, lo que lleva a considerar que el crédito es muy riesgoso y que adicionalmente las tasas de interés no compensan ese mayor riesgo. En tercer lugar, tanto los hogares como las empresas que han

sido afectados por la crisis perciben que en buena parte ella fue generada por su elevado sobre-endeudamiento y en consecuencia toman la decisión de reducir su relación deuda a ingresos.

El caso colombiano sigue de cerca la experiencia internacional. En trabajos como el de Urrutia (1999)³ y Echeverry y Salazar (1999)⁴ se explican los factores de oferta que han llevado al estancamiento del crédito en Colombia a finales de los años noventa. La necesidad inicial de los intermediarios financieros de mejorar la relación capital/activos los llevó a restringir la oferta de crédito. A medida que continuó debilitándose la actividad económica, y por ende disminuyendo también la demanda de nuevos créditos, ha crecido la cartera vencida y los bienes recibidos en dación de pago y ha disminuido el precio de los colaterales. Por esta razón, los bancos perciben un mayor riesgo de otorgar nuevos créditos, a la vez que enfrentan posibilidades de inversión más seguras, por ejemplo, en los bonos del gobierno (TES), y más rentables, en la medida que el gobierno, para financiar su gasto, entra a competir por los recursos financieros, dispuesto a pagar tasas más altas.

- ¹ Este aspecto ha sido documentado por Ghosh, S. y Ghosh, A. (1999), "East Asia in the Aftermath- Was there a Crunch?" International Monetary Fund, Working Paper WP/99/38. Para México véase Krueger, A. y Tornell, A. (1999), "The role of bank restructuring in recovering from crises: Mexico 1995-1998" NBER, Working Paper, 7042.
- ² Ghosh, S. y Ghosh, A. (1999a), "East Asia in the Aftermath: Was there a Crunch" Borrador. El ejercicio mensual se realizó por los mismos autores en "Credit Crunch in East Asia: What do we know, what do we need to know", WP-IMF No. 38.
- ³ Urrutia M., Miguel (1999), "Crédito y reactivación económica", Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, No. 860, junio.
- ⁴ Echeverry, J. C. y Salazar, N. (1999), "Hay un estancamiento en la oferta de crédito", *Archivos de Macroeconomía*, Departamento Nacional de Planeación, No. 119.

Crecimiento real del crédito al sector privado y del PIB

Gráfico 1
Colombia



Gráfico 2
México



Gráfico 3
Argentina



Gráfico 4
Indonesia



Gráfico 5
Tailandia



Gráfico 6
Corea



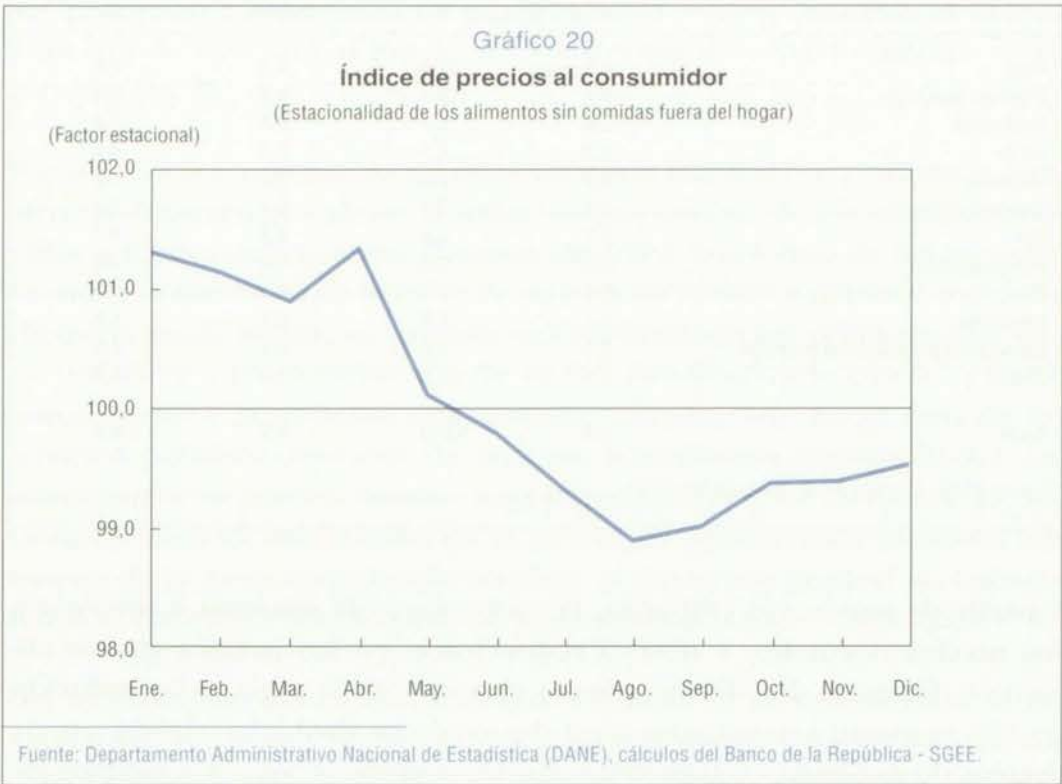
III. RESULTADOS DE LA INFLACIÓN Y TENDENCIAS BÁSICAS

A. Índice de precios al consumidor

El promedio de los indicadores de inflación básica, que mide la inflación de origen monetario, se mantuvo estable a lo largo del primer semestre de 2000. Sin embargo, diversos choques de oferta hicieron que durante este período se presentase un repunte de la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) respecto a los niveles observados a finales de 1999. Es así como a junio, la inflación anual medida por este indicador fue de 9,7%, ligeramente superior a la registrada a finales de 1999 (9,2%).

La evolución de la inflación en estos primeros seis meses no ha sido uniforme. Hasta abril de 2000 la mayor inflación se explicó fundamentalmente por importantes reajustes en los precios de los alimentos, de la gasolina y de los servicios públicos y financieros. A partir de ese mes y hasta junio, la inflación se estabilizó alrededor del 10%, favorecida por una reducción en los precios de los alimentos y por un menor ritmo de crecimiento de los precios de servicios financieros y de combustibles.

Como el Banco de la República ha señalado en varias oportunidades, se tenía previsto que durante los primeros meses del año 2000 la inflación medida por el IPC se acelerara como consecuencia de factores transitorios especialmente relacionados con el ciclo de los precios de los alimentos. En Colombia, los precios de los alimentos, en particular de aquellos sin procesar y de ciclo vegetativo corto (un semestre), están sometidos a una marcada estacionalidad a lo largo del año. Bienes importantes en la canasta familiar como la papa y otros tubérculos, las verduras y hortalizas e inclusive la leche, generalmente presentan precios altos durante el primer semestre de cada año, por lo cual su índice estacional se sitúa por encima del promedio anual, y precios bajos durante el segundo semestre, cuando el índice se coloca por debajo del promedio (Gráfico 20). Dada la alta participación de estos alimentos en



la canasta familiar, las fluctuaciones estacionales en sus precios se traducen en fluctuaciones importantes en la inflación medida por el IPC.

En el último año y medio, un régimen de lluvias anormal acentuó las variaciones estacionales en los precios de estos alimentos. Así, durante buena parte de 1999 se observaron precios para este tipo de bienes muy por debajo de los usuales, lo cual desestimuló las siembras del segundo semestre del año anterior y trajo como resultado una muy baja oferta a comienzos del presente año. A su vez, esta débil oferta condujo a los incrementos sustanciales de los precios de varios alimentos que se observaron entre enero y abril. El caso más destacado ha sido el de la papa, cuyo precio al consumidor entre enero y abril se incrementó 143,9%, explicando 1,5 puntos porcentuales de la inflación en esos mismos meses (6,4%). Algo similar sucedió con el grupo de leche, huevos y aceites, cuyos precios en promedio se incrementaron 8,6%, explicando 0,4 puntos porcentuales de la inflación en este período (Cuadro 16).

Cuadro 16
Índice de precios al consumidor
Contribución a la inflación año corrido

Descripción	A abril de 2000		A junio de 2000	
	Puntos	%	Puntos	%
Papa	1,5	22,9	1,0	14,0
Servicios bancarios	0,7	10,2	0,7	9,4
Residencial	0,3	4,8	0,4	5,9
Leche	0,3	4,3	0,3	4,4
Vehículos	0,3	3,9	0,3	4,2
Combustible	0,2	3,6	0,3	4,2
Bus	0,2	3,6	0,3	3,7
Energía eléctrica	0,2	2,5	0,3	3,6
Gas	0,1	2,1	0,1	1,9
Pensiones	0,1	1,9	0,1	1,8
Servicios relacionados con diversión	0,1	1,9	0,1	1,9
Otros	2,5	38,2	3,1	44,9
Total	6,4	100,0	7,0	100,0

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

A partir de mayo, sin embargo, la oferta agrícola empezó a retornar a sus niveles normales, y llevó a reducciones en los precios de los alimentos. En estos dos últimos meses el precio de la papa se ha reducido en 20% respecto a su máximo nivel alcanzado en abril. Algo similar puede decirse de las frutas y hortalizas. En la medida en que los precios de

algunos de estos productos alcanzaron niveles muy altos frente a su promedio histórico -el incremento del precio al consumidor de la papa en los primeros cuatro meses del año es más alto para este período del que se tenga noticia- es de esperar que se hayan generado estímulos importantes a las siembras del primer semestre del año que pueden producir reducciones adicionales en los próximos meses.

Además de los alimentos, el precio de los combustibles también ha sido otro factor que explicó el repunte de la inflación en los primeros meses del año. Entre enero y junio el precio de este bien se incrementó en 22%. A raíz de los esfuerzos de liberación del mercado de los combustibles emprendidos por el Gobierno, el precio de este bien ha estado ligado estrechamente a la evolución del precio internacional de los combustibles y a la devaluación, pero con un rezago variable que ha dependido de la fórmula del precio vigente. De esta manera, el incremento en el precio de la gasolina en el primer semestre ha sido el resultado, tanto de los mayores precios internacionales a finales del año pasado y comienzos de este, como de la devaluación registrada a lo largo del primer semestre.

El mayor efecto del precio de los combustibles sobre el IPC no es directo, pues el gasto en este rubro sólo representa el 1% del gasto total del consumidor promedio. Sin embargo, tiene un efecto indirecto a través del precio de los servicios de transporte. En efecto, durante el primer semestre de este año el precio del transporte de servicio público urbano subió 9,7%.

Por último, los precios de algunos servicios financieros y públicos también contribuyeron a elevar la inflación por encima de los niveles observados a finales del segundo semestre de 1999. En el caso de los servicios financieros (servicios de manejo de tarjetas de crédito y débito y costos de chequera entre otros), su reajuste se concentró en los primeros tres meses del año y a junio había sido de 20,3%, contribuyendo con 0,7 puntos porcentuales a la inflación del semestre (Cuadro 16). En el caso de los servicios públicos (servicios de energía, acueducto y alcantarillado), los incrementos en precios durante los primeros seis meses fueron de 15,3%. La razón para el incremento en el precio de los servicios públicos por encima de la meta de inflación obedece al desmonte gradual de los subsidios al consumo que han estado vigentes desde hace varios años.

Los tres factores fundamentales que explican el incremento de la inflación en el primer semestre -incremento en precios de alimentos, combustibles y servicios públicos y financieros- obedecen a lo que, téc-

nicamente, se conoce como choques de oferta. Tales choques suelen hacerse presentes a lo largo de períodos cortos y tener un impacto transitorio sobre el nivel general de precios. En este sentido, no obedecen a factores de demanda originados en cambios en la postura de la política monetaria y, por lo tanto, no deberían inducir modificaciones en la tendencia de largo plazo de la inflación.

Ahora bien, a pesar del carácter transitorio de los choques de oferta, una política monetaria mal definida puede convertirlos en permanentes. Una postura monetaria laxa y acomodaticia ante incrementos transitorios de los precios puede tener este efecto al incrementar las expectativas de inflación y acelerar prácticas de indexación. Para el caso colombiano, este riesgo es particularmente real, pues con una historia de inflación alta e inercial, los mecanismos de indexación están muy extendidos y las expectativas de inflación suelen ser muy sensibles a variaciones temporales de la tasa de inflación. No obstante, si se percibe que los choques de oferta son de corta duración y de pequeña magnitud, la postura de la política monetaria puede mantenerse inalterada, puesto que el impacto de tales choques se diluye rápidamente sin afectar significativamente las expectativas inflacionarias. En este caso, si la política monetaria se endureciera, podría producir una volatilidad innecesaria en el producto y el empleo.

En este sentido, la reducción de las presiones inflacionarias en los meses de mayo y junio, si bien se ha dado en el contexto de una reducción de los precios de los bienes de origen agrícola, ha sido posible gracias a una política monetaria coherente con la meta de inflación del 10% para finales de año. En la medida en que la Junta ha reiterado su intención de alcanzar la meta de inflación para este año y garantizar una inflación no superior al 8% para 2001, es de esperar que la postura de la política monetaria de los próximos meses contribuya a que buena parte de los choques transitorios sobre precios, en especial los originados por la estacionalidad de la oferta agrícola, se reviertan en una gran proporción en lo que resta del año.

Otros rubros de la canasta familiar diferentes a los anteriormente mencionados han registrado variaciones anuales de precios inferiores a la inflación total, contribuyendo a reducir la presión inflacionaria (Cuadro 17). En el caso de vestuario, la variación anual de precios a junio fue sólo de 2,8%, inferior a la observada para diciembre de 1999 (3,1%). Así mismo, los reajustes en el rubro de gastos en ocupación de vivienda

Cuadro 17
Variaciones del índice de precios al consumidor

Descripciones	Año corrido Junio		Anuales Junio	
	1999	2000	1999	2000
Alimentos	5,6	7,9	7,5	9,9
Comidas fuera del hogar	6,6	3,6	7,2	4,1
Otros alimentos	5,2	9,2	7,6	11,6
Vivienda	4,2	3,7	5,8	5,2
Gastos ocupación de vivienda	3,3	1,1	3,8	1,5
Servicios públicos y otros	6,9	11,1	12,0	16,4
Vestuario	2,1	1,7	3,1	2,8
Salud	11,0	7,3	15,3	11,5
Servicios profesionales de la salud	11,0	8,6	18,7	16,2
Medicinas y otros	10,9	5,9	12,1	7,0
Educación	10,6	7,9	12,4	9,7
Diversión, cultura y esparcimiento	5,4	6,0	2,4	3,0
Transporte y comunicaciones	11,0	10,7	18,7	18,4
Combustibles	27,0	22,0	34,9	29,6
Otros gastos en transporte	9,6	9,6	17,3	17,3
Otros gastos	11,2	12,4	16,1	17,4
Total	6,5	7,0	9,2	9,7

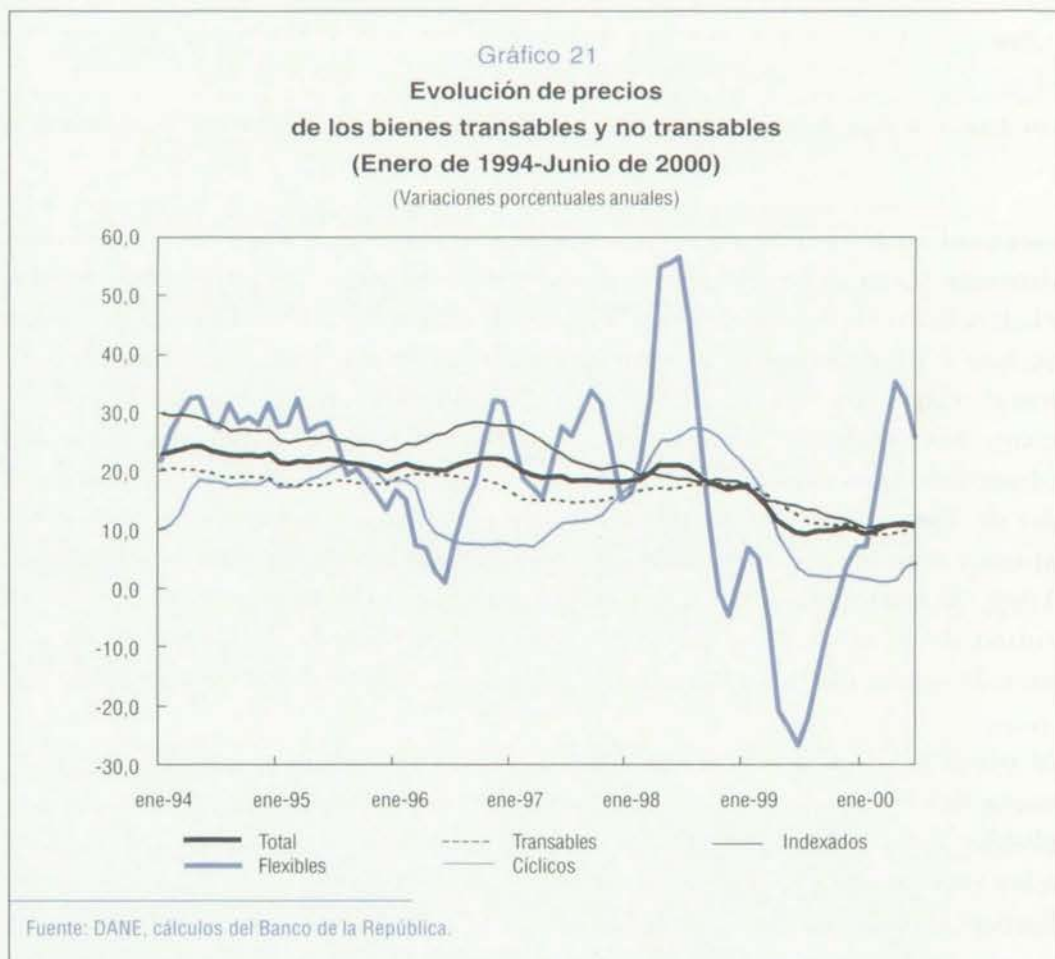
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

(arriendos) han sido de 1,5% a junio, inferiores a los que se observaron durante todo el segundo semestre del año anterior. Indudablemente, el deterioro de los ingresos y la mayor oferta de vivienda para arrendar se han conjugado para permitir reajustes mínimos en los arrendamientos durante los últimos 12 meses. Por último, en el caso de la educación, los reajustes anuales a junio fueron de 9,7%, inferiores a los observados un año atrás. Dentro de este grupo se destaca el desempeño de los precios de matrículas y pensiones, los cuales exhibieron reajustes anuales a junio del 8,6%, por debajo de lo registrado a junio de 1999. Al igual que en el caso de arrendamientos, la baja inflación en el rubro de la educación tiene su origen, tanto en la debilidad de la demanda como en la vigilancia oficial que se ejerce sobre sus precios.

Al observar una clasificación alterna de los bienes que componen la canasta del IPC se encuentra que los precios de los bienes transables (excluidos los combustibles), que por su propio carácter son más sensibles a las variaciones de los precios internacionales y del tipo de cambio, exhibieron variaciones anuales inferiores a la inflación total. En este sentido,

la mayor devaluación nominal registrada en los últimos meses no parece haber tenido un mayor impacto sobre los precios al consumidor.

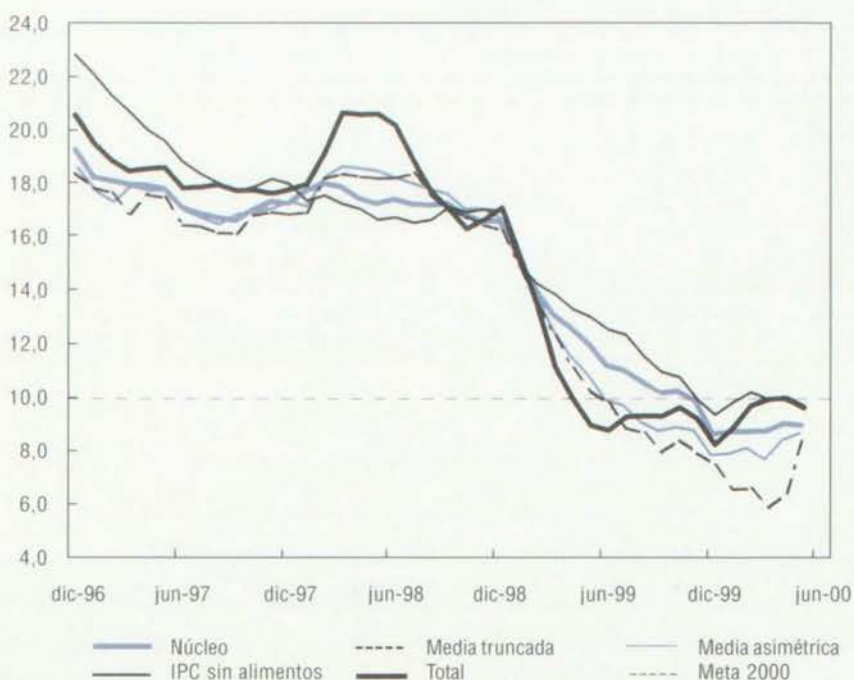
Según esta clasificación, la aceleración de la inflación al consumidor en el primer semestre ha obedecido al comportamiento de los precios de los bienes flexibles (tubérculos, hortalizas, legumbres y frutas), cuya variación anual a junio era de 25,5%. Por su parte, los precios de los bienes indexados (arrendamientos, combustibles, educación y servicios públicos entre otros), crecían a una tasa anual similar a la de la inflación total (9,6%). En el otro extremo se situaban los precios del grupo de cíclicos (carnes y sus derivados), los cuales se incrementaron en junio tan solo un 4,2% respecto al nivel observado en junio del año anterior. Ello se explica por el buen comportamiento del precio de la carne en los últimos 12 meses, coincidiendo con un elevado nivel de sacrificio de ganado y una demanda débil (Gráfico 21).



B. Indicadores de inflación básica

El promedio de los indicadores de inflación básica, después de presentar una marcada tendencia descendente durante 1999, se mantuvo estable en niveles entre el 8% y el 10% a lo largo del primer semestre de 2000. A junio de 2000 no se observa ninguna tendencia creciente en estos indicadores que pueda juzgarse como preocupante, siendo el promedio de inflación básica, medido a partir de los cuatro indicadores que calcula el Banco de la República, de 9,0% (Gráfico 22). Como se sabe, la inflación básica mide la inflación de origen monetario, descartando aquellos movimientos de precios que tienen su origen en choques de oferta. La estabilidad registrada por estos indicadores en los primeros meses del año, pese al repunte de la inflación medida por el IPC, confirma que dicho repunte se originó en factores transitorios no atribuibles a cambios en la postura de la política monetaria que pongan en peligro el logro de la meta de inflación para este año. De hecho, la inflación

Gráfico 22
Evolución de la inflación total y básica
Diciembre de 1996-Junio de 2000
(Variaciones porcentuales anuales)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

anual básica en junio se encontraba por debajo de la meta de inflación para 2000.

C. Índice de precios del productor

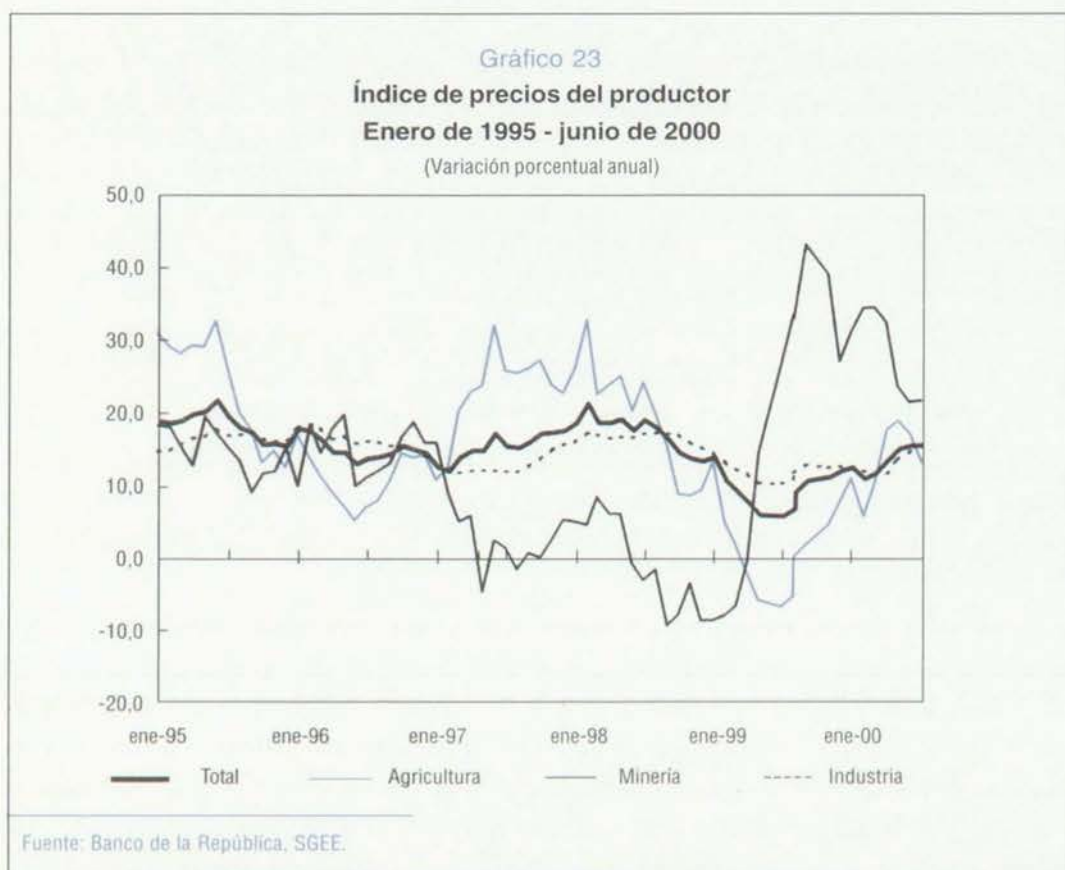
En junio la inflación anual medida por el Índice de Precios del Productor (IPP) fue de 15,6%, 2,9 puntos porcentuales superior a la cifra registrada en diciembre (12,7%) y 9,6% más que la de junio de 1999 (Cuadro 18). En el segundo semestre de 1999 la inflación al productor había registrado un importante repunte, lo cual obedeció principalmente a un incremento de los precios de los bienes agrícolas por problemas de oferta, al incremento en el precio de los combustibles y a la devaluación nominal.

Descripciones	Año corrido		Anuales		
	Junio 1999	Junio 2000	Junio 1999	Diciembre 1999	Junio 2000
IPP	4,9	7,6	6,1	12,7	15,6
Según uso o destino económico					
Consumo intermedio	4,1	6,7	6,6	12,4	15,2
Consumo final	5,6	8,4	3,5	12,4	15,4
Bienes de capital	5,5	9,5	12,1	15,8	20,2
Materiales de construcción	7,3	6,3	16,7	14,3	13,3
Según procedencia					
Producidos y consumidos	4,9	7,1	5,4	11,6	13,8
Importados	4,5	9,4	11,4	16,1	21,4
Exportados	7,7	11,4	12,7	26,7	31,1
Según origen industrial -CIU-					
Agricultura, silvicultura y pesca	3,6	5,6	(6,0)	11,7	13,9
Minería	25,2	16,4	27,1	31,1	22,0
Industria manufacturera	4,9	7,9	10,6	12,7	15,9

Fuente: Banco de la República.

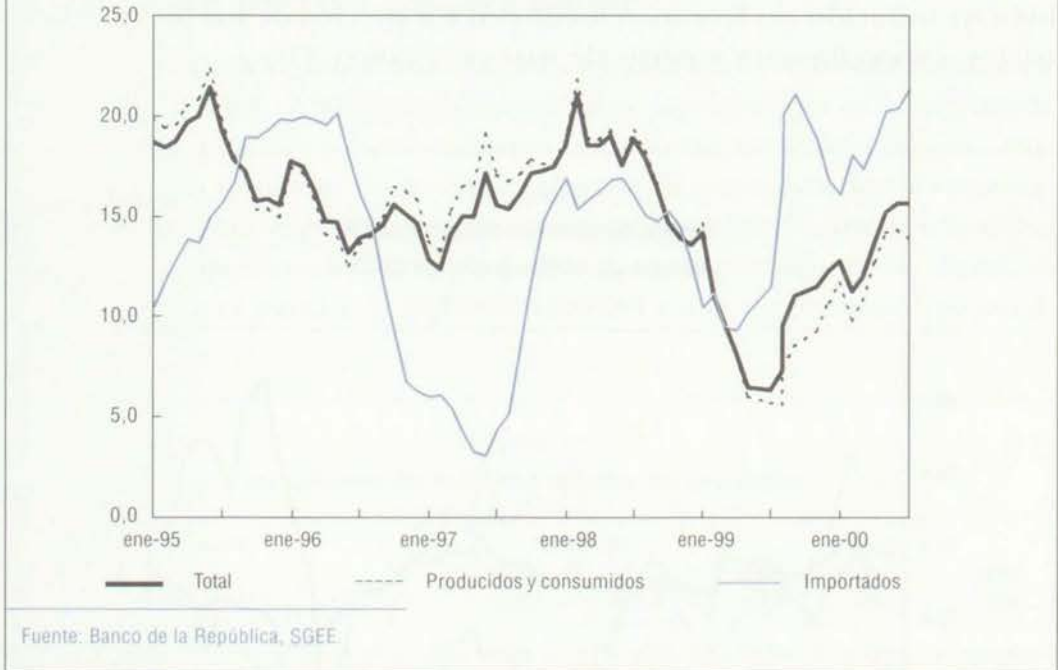
Durante el primer semestre de este año dichos factores han continuado presentes con diferente intensidad. La disminución de la oferta agrícola, particularmente de alimentos, se acentuó durante este período, lo que elevó la inflación anual de este grupo de 11,7% en diciembre hasta un máximo de 19,6% en abril. En mayo y junio estas presiones han comenzado a ceder y al concluir el primer semestre la inflación anual

de estos bienes fue de 13,9%. La devaluación, a lo largo de todo el semestre, unida a incrementos adicionales en el precio internacional de los combustibles, ha hecho que los bienes de origen minero (22,0%) exhibieran una inflación anual superior a la total. La devaluación también ha inducido un leve incremento en los precios de los bienes industriales, especialmente a partir de marzo (Gráfico 23).



El efecto de la devaluación puede observarse más claramente a partir del comportamiento del precio de los importados. En el último año estos precios han seguido de cerca la devaluación. En el segundo semestre de 1999 se presentó una aceleración de ellos coincidiendo con la inestabilidad cambiaria del momento. La revaluación nominal de los primeros tres meses de este año permitió que las presiones inflacionarias originadas en este sector disminuyeran; sin embargo, con la nueva devaluación observada en marzo y abril, estas presiones volvieron a resurgir. En el segundo trimestre, la inflación anual de este grupo de bienes se aceleró en 2,7 puntos porcentuales, y a junio su nivel era de 21,4%, significativamente superior a la inflación total del productor (Gráfico 24).

Gráfico 24
Índice de precios del productor
Enero de 1995 - junio de 2000
 (Variación porcentual anual)



Como se ha mencionado en diversos documentos del Banco de la República, no existe una estrecha relación entre la inflación medida por el IPP y aquella medida por el IPC²⁷. Así, el mayor incremento de la inflación del productor durante el primer semestre de 2000 no necesariamente anticipa una mayor inflación al consumidor en los próximos meses. En la actualidad, la discrepancia entre ambos indicadores de inflación se explica por dos razones básicas. En primer lugar, por el hecho que el IPP no contiene servicios como vivienda, recreación y educación, cuyos precios han repercutido favorablemente sobre la evolución del IPC. En segundo término, porque los bienes importados y los combustibles, dos de los mayores aceleradores de la inflación en el primer semestre, tienen mayor participación en la canasta del IPP que en la del IPC.

D. Perspectivas para 2000 y 2001

El comportamiento de variables claves en el proceso de formación de precios, así como los resultados de diversos ejercicios de proyección de la inflación para el año 2000, permiten ser optimistas respecto a la po-

sibilidad de cumplir la meta del 10%. De una parte, se ha mantenido una política monetaria acorde con ese propósito, y por lo que respecta a las presiones de costos se observa que en el caso de los salarios, las últimas cifras sobre reajustes salariales pactados para este año muestran que para el grueso de los contratos colectivos se definieron reajustes muy cercanos o inferiores al 10%, lo cual contrasta con el escenario del año anterior cuando la mayoría de estos contratos se pactó a tasas superiores al 15%. De igual manera, se sabe que los salarios nominales de sectores tan importantes como el comercio se reajustaban a finales de 1999 a tasas promedio del 0%, y si bien los salarios más prestaciones del sector industrial continúan reajustándose a tasas superiores a la de la inflación observada, esta tasa ha venido desacelerándose a lo largo del año.

De igual manera, respecto a los choques de oferta, durante el segundo semestre, los precios de los alimentos no deben ejercer presiones inflacionarias adicionales, e inclusive pueden contribuir a desacelerar la inflación medida por el IPC si se presenta un mejor abastecimiento de estos productos, tal como sucedió en el mes de junio. Así mismo, para el segundo semestre se esperan incrementos en los precios de los combustibles menores a los que se dieron en la primera mitad del año, en vista de que no se prevén incrementos adicionales de los precios internacionales. Por último, no hay razón para que los incrementos que se observaron a comienzos de año en los servicios financieros, y que incidieron de manera importante en el repunte de la inflación, se presenten de nuevo en el segundo semestre con la misma intensidad.

Se prevé que para el año 2001 puedan producirse ciertas presiones inflacionarias. La primera de ellas proveniente del mayor ritmo de devaluación observado durante el último año, que si bien hasta el momento no ha tenido efectos sobre la tasa de inflación, podrían comenzar a presionarla durante el próximo año a través del alza en el precio de los bienes importados. El incremento esperado en la demanda final que deberá consolidarse durante el próximo año aumenta las posibilidades de ocurrencia de este hecho, en la medida en que facilite el reajuste de precios por parte de los productores. Una segunda posible presión inflacionaria podría provenir de los reajustes de los precios de los servicios públicos como resultado de la continuación de la política de desmonte de subsidios que se ha venido llevando a cabo de manera gradual.

Para prevenir las presiones inflacionarias que pueden provenir de los factores descritos u otros no previstos, la política monetaria mantendrá

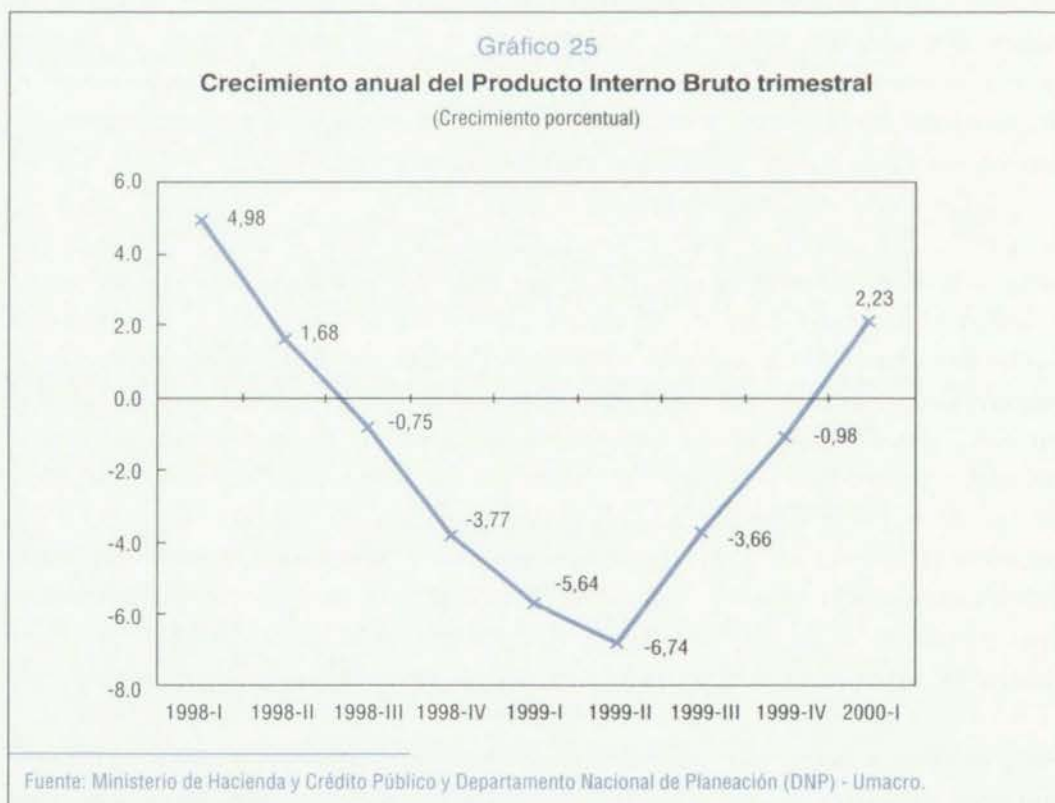
un seguimiento permanente sobre la evolución de los precios y estará en todo momento dispuesta a utilizar los instrumentos disponibles para asegurar el logro de la meta de inflación en el año 2001.

IV. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO

A. Situación durante el primer trimestre de 2000 y revisión de las cifras de 1999

1. Actividad económica

Según las últimas cifras revisadas por el DANE, el valor del PIB a precios constantes presentó una caída de 4,29% en 1999. En particular, la economía durante 1999 decreció 5,64% en el primer trimestre, 6,74% durante el segundo, 3,66% en el tercero y 0,98% durante el cuarto trimestre, respecto a cada uno de los trimestres del año anterior (Gráfico 25). En 1999, el sector más afectado fue la construcción (-24,3%), seguido por la industria manufacturera (-12,4%), el comercio (-8,9%) y el sector fi-



nanciero (-6,1%). Los sectores de minas y canteras, cuyo crecimiento fue de 4,9%, y el de servicios personales de 4,0%, fueron los únicos que presentaron crecimientos positivos durante el año (Cuadro 19). Por el lado del gasto, la demanda final interna disminuyó significativamente (-7,6%) como consecuencia de la caída en el consumo total (-3,1%) y la reducción en la formación bruta de capital (-27,2%) (Cuadro 20). En el Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso de la República de marzo de 2000 se discutió en forma detallada las causas principales de la recesión de 1999, dentro de las cuales cabe destacar la fuerte contracción de la demanda agregada y la crisis financiera internacional.

Cuadro 19
Producto Interno Bruto, según rama de actividad (1994 = 100)
Crecimiento porcentual anual
 (Series desestacionalizadas)

Ramas de actividad económica	1999 (e)				2000 (e)	
	I	II	III	IV	Total	I
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,5	(3,0)	0,7	(1,9)	(0,2)	1,5
Explotación de minas y canteras	10,2	4,5	5,3	(0,1)	4,9	1,4
Electricidad, gas y agua	(6,2)	(5,2)	(2,8)	0,4	(3,5)	4,1
Industria manufacturera	(18,4)	(16,8)	(10,2)	(3,3)	(12,4)	8,9
Construcción	(24,2)	(30,2)	(23,5)	(18,2)	(24,3)	(6,1)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(11,5)	(12,5)	(8,2)	(3,1)	(8,9)	2,9
Transporte, almacenamiento y comunicación	(4,4)	(4,1)	(2,1)	(0,7)	(2,9)	2,9
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	(6,2)	(5,6)	(7,3)	(5,5)	(6,1)	(1,0)
Servicios sociales, comunales y personales	4,3	4,4	3,6	3,7	4,0	1,4
Producto Interno Bruto	(5,6)	(6,7)	(3,7)	(1,0)	(4,3)	2,2

(e) Estimado.
 Fuente: DANE.

De acuerdo con estimaciones del DANE, el crecimiento de la actividad productiva durante el primer trimestre del año 2000 fue de 2,23%, frente al mismo trimestre de 1999²⁸. Este es el primer crecimiento anual positivo que se observa desde el segundo trimestre de 1998 (Gráfico 25). Según el Cuadro 19, este crecimiento estuvo liderado por la industria manufacturera (8,9%), el sector de electricidad, gas y agua (4,1%), el comercio (2,9%), el transporte y las comunicaciones (2,9%) y, en menor grado, por el sector agropecuario, silvicultura, caza y pesca (1,4%), los servicios sociales y comunales (1,4%) y el sector de explotación de mi-

Cuadro 20
Producto Interno Bruto, según distribución del gasto (1994 = 100)
Crecimiento porcentual anual
(Series desestacionalizadas)

	1999 (e)					2000(e)
	I	II	III	IV	Total	I
Total consumo	(4,4)	(4,5)	(3,0)	(0,5)	(3,1)	2,3
Formación bruta de capital	(34,9)	(37,3)	(25,4)	(4,5)	(27,2)	10,7
Demanda final interna	(10,7)	(11,0)	(7,1)	(1,1)	(7,6)	3,5
Exportaciones	8,9	4,3	4,0	2,0	4,7	1,5
Importaciones	(19,3)	(19,0)	(14,4)	1,1	(13,5)	8,5
Producto Interno Bruto	(5,6)	(6,7)	(3,7)	(1,0)	(4,3)	2,2

(e) Estimado.
Fuente: DANE.

nas y canteras (1,4%). Por el contrario, el sector de la construcción continúa cayendo cerca del 6,0% y la producción del sector financiero lo hizo en un 1,0%.

La significativa recuperación del sector industrial, que se viene observando desde el último trimestre de 1999, se explica por el crecimiento de las exportaciones y por la recuperación de ciertas industrias asociadas al sector de los no transables. Durante el primer trimestre del presente año las exportaciones no tradicionales en dólares exhibieron un crecimiento de 15,6%, originado por la dinámica en las exportaciones de los bienes de origen industrial, cuyo crecimiento fue de 23,6%. Dentro de estas exportaciones, los rubros de material de transporte y productos de la industria química y confecciones fueron los que presentaron mayores tasas de crecimiento anual. En efecto, las exportaciones de caucho y productos de plástico crecieron 44,8%, y las de cuero y productos del mismo 33%, respecto al mismo trimestre de 1999. De otra parte, industrias relacionadas con sectores menos transables, como la de metales comunes y productos metálicos elaborados (30%), y la de productos de vidrio (11,5%), presentaron también crecimientos significativos durante el primer trimestre del año.

El aumento en el valor agregado del sector electricidad, gas y agua obedeció al incremento en la producción de electricidad (0,6%) y gas (28%), y al descenso en 0,7% en la producción de agua.

El comercio, por primera vez desde 1998, exhibe una tasa de crecimiento anual positiva como consecuencia del aumento en los servicios de venta (14,7%) y en los servicios de reparación (0,6%). De otra parte, a pesar de la caída en el valor agregado del café (-16,8%)²⁹ y de la disminución en la producción de bananos de exportación (-9,6%) y de flores (-13,9%), la producción agropecuaria registra una tasa de crecimiento positiva. Este resultado se obtiene gracias al comportamiento favorable de otros productos agrícolas (3,5%)³⁰ y al aumento en la producción pecuaria (5,5%). El crecimiento de la hulla (53,2%) y del gas natural (27,4%) explica el comportamiento positivo del sector de explotación de minas y canteras. Sin embargo, la producción de petróleo presentó una caída de 12,8%.

Con relación a los sectores menos dinámicos, el comportamiento positivo en la producción de cemento en marzo³¹ sugiere un mejor desempeño en la construcción, cuya caída se desaceleró durante el primer trimestre del año 2000³². Por último, la contracción del PIB del sector financiero se explica por una reducción de 7,1% en los servicios de intermediación financiera y conexos.

De otra parte, la recuperación del PIB según distribución del gasto se explica por el aumento anual en el consumo total (2,3%) y por el crecimiento en la formación bruta de capital (10,7%)³³. El crecimiento del consumo total es consecuencia del fortalecimiento en el consumo de los hogares (2,8%) y de un crecimiento en el consumo de la administración pública de 0,8%, el cual se ve reflejado en el buen desempeño del comercio. Por su lado, la formación bruta de capital fijo (FBKF) en equipo de transporte aumenta 21,7%, en maquinaria y equipo 11,5%, mientras que se presenta un descenso en la FBKF en la construcción (-10,1%). La mayor FBKF en los sectores diferentes de la construcción comienza a evidenciar signos de mejoría como respuesta de la reactivación de la demanda interna y las menores tasas de interés.

Las exportaciones de bienes y servicios crecieron en términos reales 1,5% respecto al primer trimestre de 1999, continuando con la tendencia positiva registrada en los trimestres anteriores, 2,0%, 4,0% y 4,3% durante el cuarto, tercero, y segundo trimestres de 1999, respectivamente. Las importaciones reales de bienes y servicios presentaron un crecimiento anual de 8,5% durante el primer trimestre del año 2000, resultado que muestra la presencia de signos claros de recuperación.

En síntesis, la recuperación de la actividad económica se ha visto explicada por un crecimiento en la producción del sector industrial, originado por una reactivación de la demanda externa e interna. Las exportaciones industriales continúan impulsando la producción en este sector y, al igual que las exportaciones totales, han respondido a la evolución de la tasa de cambio real y a la mayor demanda de la economía mundial. En particular, como consecuencia de la devaluación de la tasa de cambio real, los precios relativos han resultado favorables para los bienes transables. De otra parte, el mayor crecimiento de la demanda mundial se ha visto reflejado en un crecimiento de las exportaciones a Venezuela de 43,5%, a los Estados Unidos de 43,1%, y a los países del Grupo Andino de 31,8%, durante el primer trimestre del año (Cuadro 21).

Cuadro 21
Crecimiento de las exportaciones
según principales destinos
 (Primer trimestre del año 2000)

Destino	Crecimiento (%)
Venezuela	43,5
Estados Unidos	43,1
ALADI	38,1
Grupo Andino	31,8
Resto	26,4
Unión Europea	(3,5)
Japón	(26,0)
Total	29,5

Fuente: DANE.

2. Empleo y salarios

Según el DANE, en marzo del año 2000 la tasa de desempleo (relación entre el número de desempleados y la población económicamente activa (PEA)) en las siete principales áreas metropolitanas continúa siendo alta (20,2%), a pesar de la creación de 265.000 nuevos empleos durante el último año (Cuadro 22). La creación de estos nuevos empleos no fue suficiente para reducir la tasa de desempleo como consecuencia del aumento en la oferta laboral. Por ciudades, Medellín, Cali y Manizales siguen presentando las mayores tasas de desempleo, superiores al 20%. Las restantes ciudades, Barranquilla, Bogotá, Bucaramanga y Pasto, exhiben tasas entre 16,9% y 19,6%. El mayor aumento en la tasa de des-

Cuadro 22
Tasa de desempleo - Promedio trimestral
(Total siete áreas metropolitanas)
 (Porcentaje)

	Trimestre	Tasa de desempleo
1997	I	12,3
	II	13,3
	III	12,1
	IV	12,0
1998	I	14,4
	II	15,9
	III	15,0
	IV	15,6
1999	I	19,5
	II	19,9
	III	20,1
	IV	18,0
2000 (p)	I	20,2
	II	20,4

(p) Provisional.
 Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares.

empleo se observa en Barranquilla, que entre diciembre de 1999 y marzo de 2000 pasó de tener una tasa menor al 15% a una cercana al 19% (Cuadro 23).

El DANE informó recientemente que la tasa de desempleo al cierre de junio de 2000 fue de 20,4% en las principales ciudades del país, prácticamente igual a la tasa de 20,2% que se observó al cierre de marzo de este año, y superior al 19,9% que se registró hace un año. A pesar de la creación de nuevos puestos de trabajo durante este primer semestre, dicha tasa de desempleo abierto, ha mostrado inflexibilidad a la baja debido a la mayor tasa de participación laboral proveniente de los estudiantes y amas de casa.

Es claro que uno de los requisitos para lograr reducir las tasas de desempleo a sus niveles históricos es consolidar el crecimiento económico a través del restablecimiento de los equilibrios macroeconómicos, tanto en el sector externo como en el fiscal. Como hemos visto, el ajuste en el sector externo se ha venido dando. En el área fiscal, ya hemos señalado la importancia de las reformas estructurales para lograr dicho equili-

Cuadro 23
Tasa de desempleo, por ciudades
Promedio trimestral
(Porcentaje)

	Trimestre	Barranquilla	Bucaramanga	Bogotá	Manizales	Medellín	Cali	Pasto
1997	I	12,8	12,7	8,5	13,8	16,3	17,2	14,9
	II	11,4	11,5	11,4	12,0	15,3	18,4	15,1
	III	12,1	9,6	9,9	12,1	13,8	17,0	15,8
	IV	10,6	11,4	10,6	11,9	12,4	16,6	14,2
1998	I	13,0	14,5	12,7	14,5	16,3	17,9	14,5
	II	13,0	15,9	14,8	16,6	16,7	19,7	17,0
	III	11,6	14,0	13,3	17,4	15,8	20,6	16,6
	IV	10,4	15,0	15,3	16,5	15,8	19,6	16,1
1999	I	16,7	19,6	18,0	21,1	23,1	21,2	18,6
	II	16,3	21,1	19,1	21,3	21,7	21,5	19,2
	III	16,5	18,7	19,3	20,8	22,4	21,9	21,0
	IV	14,3	17,4	16,9	21,1	20,1	20,5	18,4
2000 (p)	I	18,7	19,8	19,6	20,6	22,2	21,6	16,9
	II	18,1	19,0	20,6	22,2	20,8	21,4	18,7

(p) Provisional.

Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares.

brio de largo plazo y la necesidad de un mayor esfuerzo en dicha área en el corto plazo.

De otra parte, el indicador usual de la oferta de trabajo, la tasa global de participación (PEA/población total), fue 63,9% y de 63,8% en las siete áreas metropolitanas durante el primero y segundo trimestres de 2000, respectivamente. Estas cifras son mayores que las observadas en marzo y junio de 1999, por lo cual el aumento en el desempleo obedece en parte a un incremento en la oferta de trabajo (Cuadro 24). La tasa de ocupación (población empleada/población total) se situó en 51,0% y 50,7% durante marzo y junio de 2000, respectivamente, superior a las cifras registradas en igual período de 1999. Como se mencionó anteriormente, este resultado se explica por la creación de nuevos empleos en el último año³⁴ (Cuadro 25).

La tendencia decreciente de los ajustes salariales que se observa desde hace más de un año se ve interrumpida durante el primer trimestre del año 2000. Por ejemplo, el reajuste salarial en el sector industrial a marzo de 2000 fue de 16,6% para empleados, y más del 14,9% para obreros

Cuadro 24
Tasa Global de Participación (TGP)
Siete áreas metropolitanas
 (Porcentaje)

Trimestre		TGP
1997	I	58,3
	II	59,9
	III	59,9
	IV	61,5
1998	I	62,3
	II	62,7
	III	61,0
	IV	62,7
1999	I	62,3
	II	62,9
	III	63,3
	IV	63,8
2000 (p)	I	63,9
	II	63,8

(p) Provisional.

Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares.

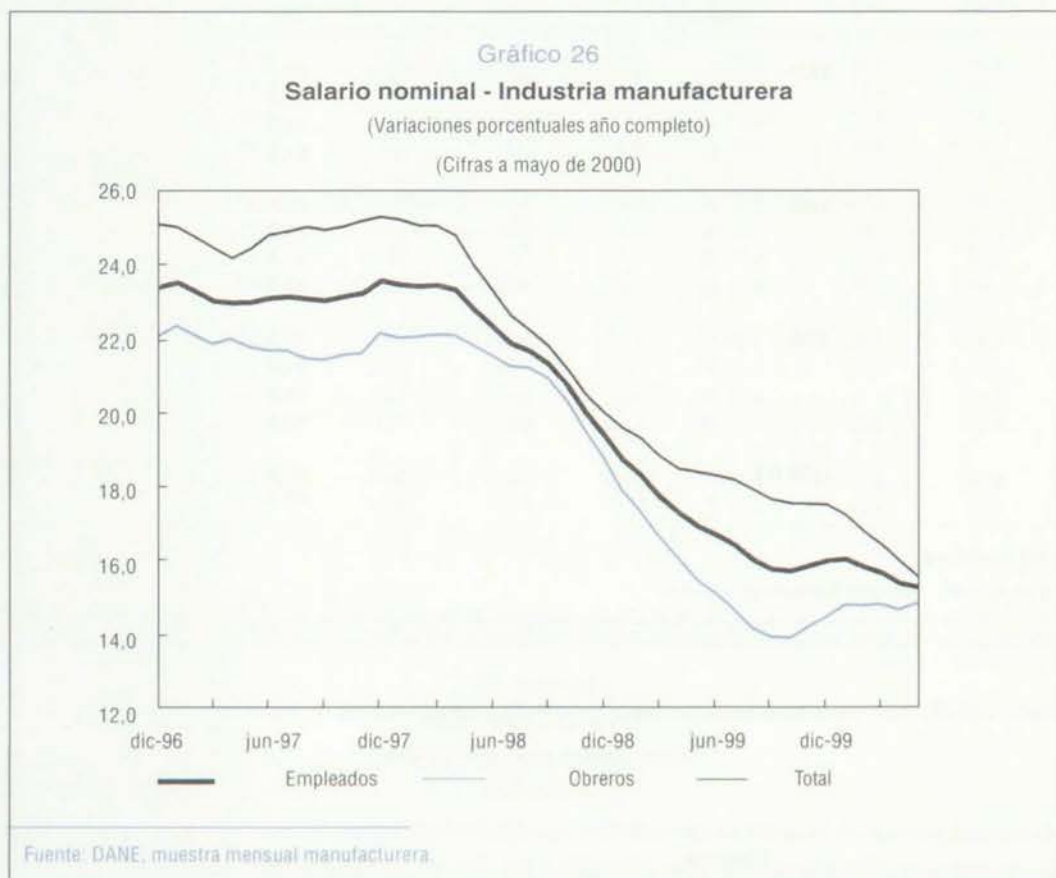
Cuadro 25
Tasa de ocupación
Siete áreas metropolitanas
 (Porcentaje)

Trimestre		Tasa de ocupación
1997	I	51,2
	II	51,9
	III	52,9
	IV	54,1
1998	I	53,3
	II	52,8
	III	51,8
	IV	52,9
1999	I	50,1
	II	50,4
	III	50,6
	IV	52,3
2000 (p)	I	51,0
	II	50,7

(p) Provisional.

Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares.

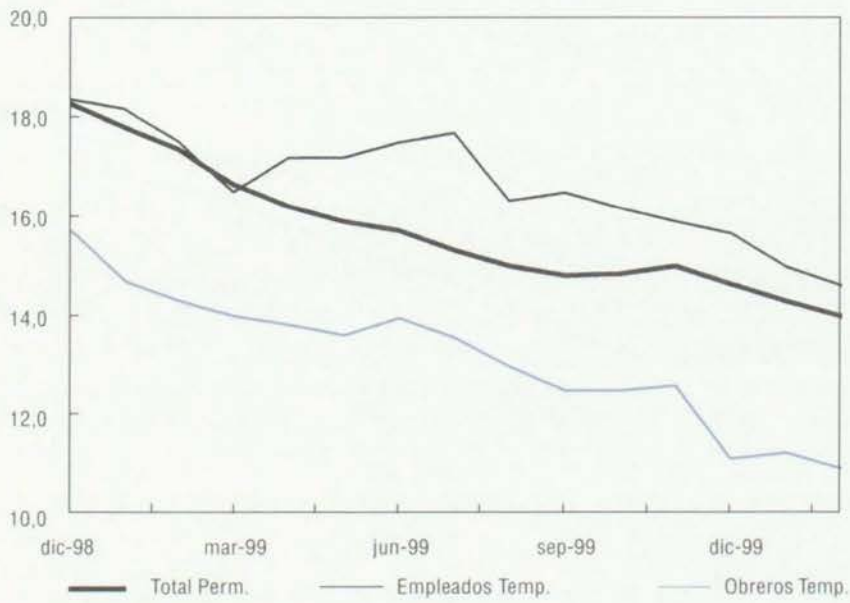
(Gráfico 26). Este reajuste en los salarios nominales es alto si se tiene en cuenta la elevada tasa de desempleo y las expectativas de inflación del público, las cuales han girado en torno a la meta de inflación del Banco de la República (10%). Al tener en cuenta la remuneración total



(salario más prestaciones) los reajustes resultan inferiores. Como se observa en el Gráfico 27, la remuneración de los trabajadores permanentes se reajustó en términos nominales 14,0%, cifra inferior a la observada a finales de 1999, y que se encuentra más acorde con las actuales condiciones del mercado laboral.

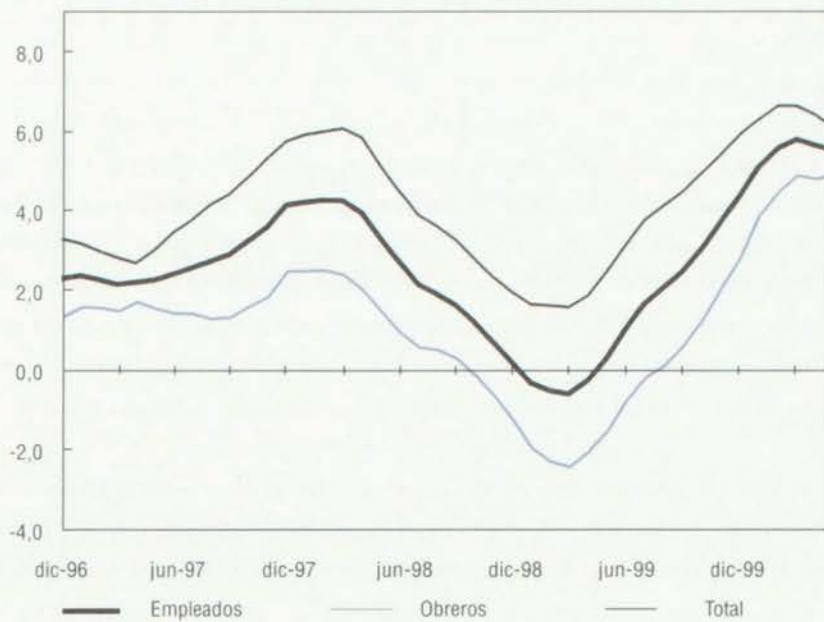
La reducción de la inflación ha permitido a los salarios reales ganar terreno para todos los grupos de trabajadores. El crecimiento del salario real a marzo de 2000 fue de 6,6% para los empleados y cerca del 5,0% para los obreros (Gráfico 28). La remuneración real también viene ganando terreno desde mediados de 1999. En particular, el reajuste de la remuneración real del total de trabajadores permanentes a marzo de 2000 fue cercano al 4,0% (Gráfico 29).

Gráfico 27
Remuneración nominal - Industria manufacturera
 (Variaciones porcentuales año completo)



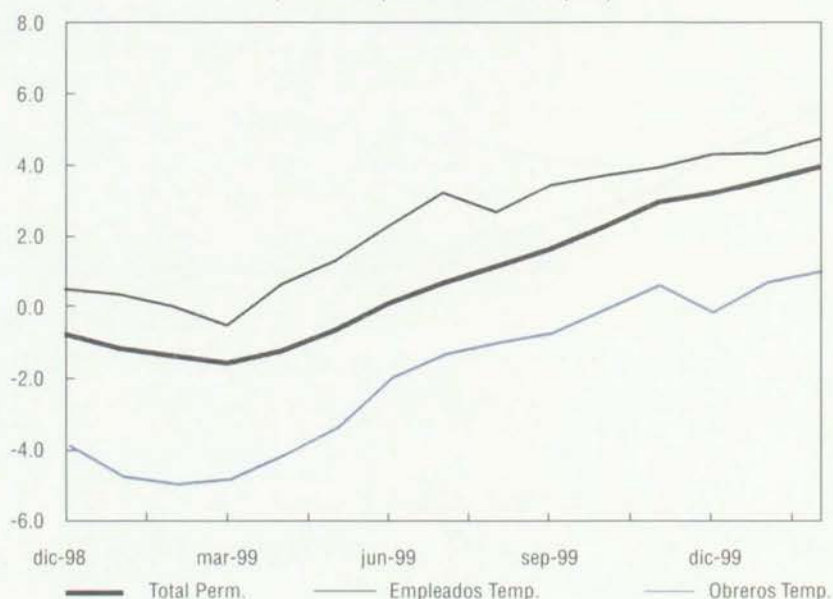
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

Gráfico 28
Salario real - Industria manufacturera
 (Variaciones porcentuales año completo)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

Gráfico 29
Remuneración real - Industria manufacturera
(Variaciones porcentuales año completo)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

B. Perspectivas para el año 2000

En el campo macroeconómico ya se han logrado avances que han permitido el inicio de la recuperación de la actividad económica. La inflación ha caído a niveles de un dígito y se espera que al final del año ésta no supere la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República. Así mismo, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ha reducido a montos cercanos a US\$900 m; las tasas de interés siguen presentando niveles históricamente bajos; las expectativas sobre los precios de los productos exportables, como el petróleo, continuarán siendo favorables; y el tipo de cambio real se mantendrá en un nivel competitivo. De otra parte, como se señaló anteriormente, se continuará avanzando en el ajuste previsto en el programa macroeconómico a fin de crear las condiciones para un crecimiento económico más elevado y sostenible a largo plazo.

Por el lado de la demanda externa, el entorno económico internacional continuará siendo positivo. Por ejemplo, se espera que en el año 2000 la economía de nuestros principales socios comerciales exhiba tasas de crecimiento significativas. Así, la expectativa de crecimiento económico para los Estados Unidos es de 4,4%, la de América Latina de 4,0%, y la de Europa de 3,2% (Cuadro 26).

Cuadro 26
Crecimiento de la economía mundial
en el año 2000

País	Crecimiento (%)
Estados Unidos	4,4
América Latina	4,0
Europa	3,2
Japón	0,9
Mundo	4,2

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

Estadísticas recientes, diferentes a las de cuentas nacionales, confirman la tendencia hacia la recuperación en la actividad económica. Por ejemplo, el consumo mensual de energía eléctrica continúa mostrando señales positivas durante el primer trimestre del año 2000. En particular, durante los primeros meses del año este indicador ha presentado por primera vez desde mediados de 1998, crecimientos anuales positivos. Si a este indicador se le suma el consumo anual de gas natural, los indicios de recuperación son aún mayores (Gráfico 30). Otro indicador que sigue presentando signos de recuperación es el índice de ventas al por menor.

Como se puede observar en el Gráfico 31, desde finales del año pasado, las ventas al por menor han exhibido un crecimiento positivo que alcanza durante los primeros meses del año una tasa de crecimiento cercana al 5%. El comportamiento de este indicador es importante debido a que refleja la recuperación en el consumo interno. Adicionalmente, mayo es el séptimo mes consecutivo durante el cual se observa un crecimiento positivo en las ventas financiadas con tarjetas de crédito (Gráfico 32). De forma similar, las ventas de automóviles han mostrado incrementos anuales positivos durante los primeros meses de 2000, después de año y medio de contracción (Gráfico 33). Por último, los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo señalan que durante el primer trimestre del año se presentaron condiciones favorables para la reactivación del sector industrial. Por ejemplo, el indicador de existencias sigue disminuyendo, mientras que el de pedidos continúa aumentando (Gráfico 34).

Como lo ilustra un ejercicio de consistencia sobre la proyección del crecimiento económico realizado por la Dirección General de Política

Gráfico 30

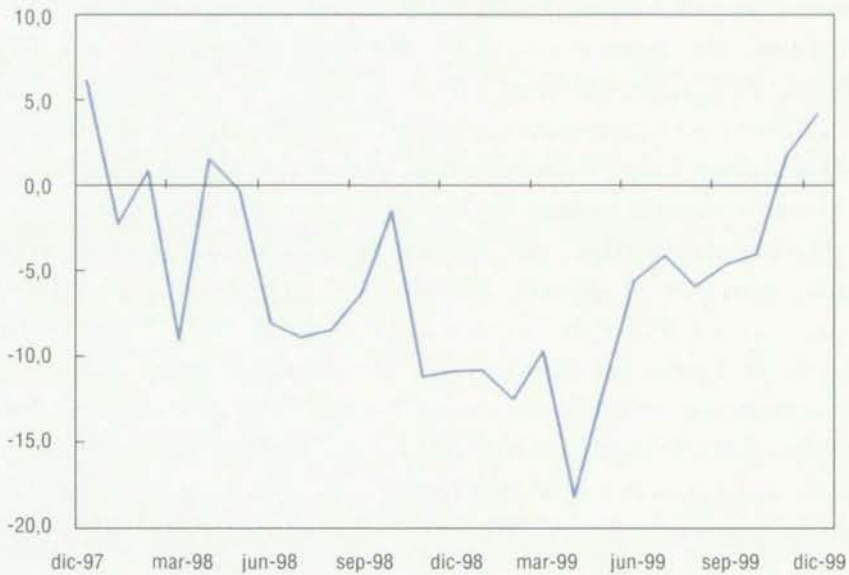
**Crecimiento anual del consumo mensual de energía
y de energía + gas (industrial y residencial) en MUTB / Día**
(Porcentaje)



Fuente: Interconexión Eléctrica S. A. (ISA).

Gráfico 31

**Crecimiento anual del índice real de ventas
al por menor, sin combustibles mensual**
(Porcentaje)



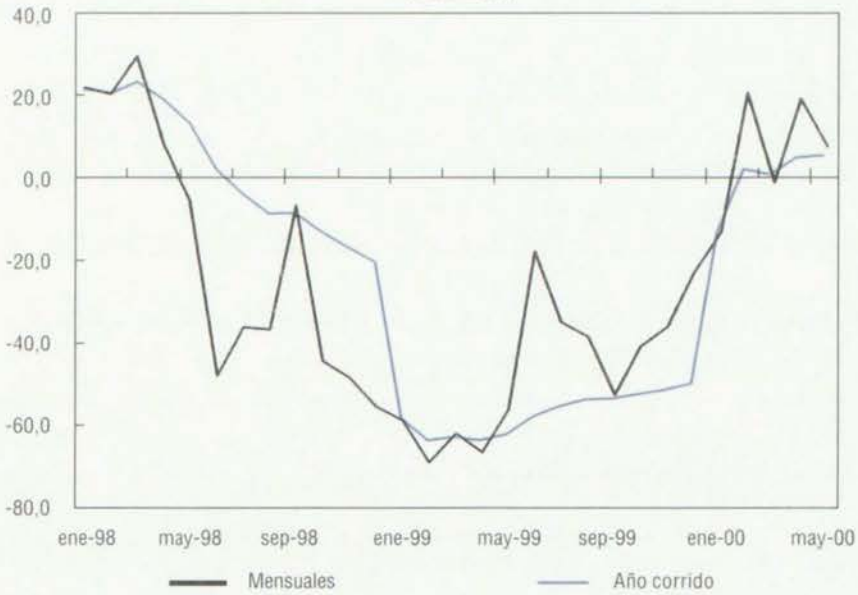
Fuente: DANE.

Gráfico 32
Ventas efectuadas con tarjetas de crédito
Total sistema
 (Variación porcentual nominal anual)



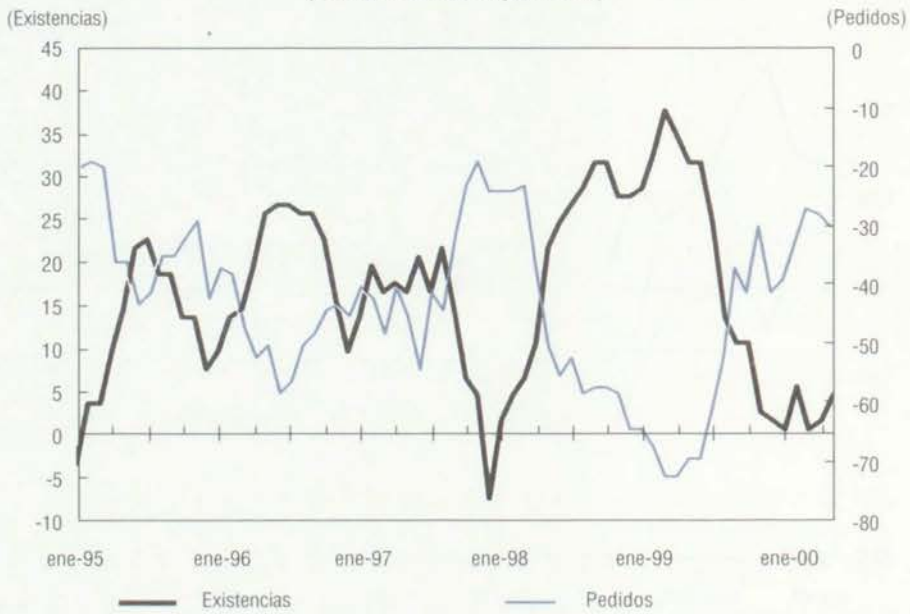
Fuente: Visa Colombia.

Gráfico 33
Variación anual de las ventas de automóviles
Agregado para la industria automotriz
 (Porcentajes)



Fuente: DNP y Colmotores.

Gráfico 34
Encuesta de opinión empresarial
 (Balances - Cifras a mayo de 2000)



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

Macroeconómica (DGPM) del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se espera que, dado el comportamiento de los diversos indicadores en el primer trimestre, la meta de crecimiento de 3,0% para el año 2000 se cumpla. Según el Cuadro 27, para alcanzar dicha meta, la economía tendría que crecer durante cada uno de los trimestres restantes cerca de 0,63% respecto al trimestre inmediatamente anterior. Dadas las buenas perspectivas en el campo económico para lo que resta del año, este comportamiento resulta plausible.

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

A. Reservas internacionales

1. Saldo de las reservas internacionales

En junio 30 de 2000, las reservas internacionales netas⁵⁵ registraron un total de US\$8,355.1 m; saldo superior en US\$253.1 m al observado al

Cuadro 27
Consistencia de la proyección
del crecimiento de la economía

Período	PIB real trimestral		
	Miles de millones de pesos de 1994	Crecimiento período anterior (%)	Crecimiento mismo período del año anterior (%)
1998	I	19.072	
	II	19.087	
	III	18.797	
	IV	18.396	
1999	I	17.995	(2,18)
	II	17.801	(1,08)
	III	18.109	1,73
	IV	18.216	0,59
2000	I	18.396	0,99
	II	18.512	0,63
	III	18.629	0,63
	IV	18.746	0,63
	PIB real anual		
	Miles de millones de pesos de 1994	Crecimiento período anterior (%)	
1998	75.352		
1999	72.121	(4,29)	
2000	74.282	3,00	

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Dirección General de política macroeconómica.

cierre del año anterior. El principal componente de las reservas corresponde a las inversiones financieras, representadas en depósitos y títulos valores en el exterior por US\$7,407.3 m, 88,7% del total de las reservas. Los restantes rubros los constituyen, en su orden: disponibilidades en el FMI, US\$517.8 m, 6,2% del total; disponibilidades en el Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$270 m, 3,2%; tenencias de oro, US\$94.9 m, 1,1%; caja, US\$61.6 m, 0,7%. De otra parte, se contabilizaron pasivos a corto plazo por US\$0.3 m, los cuales afectan negativamente las reservas (Cuadro 28).

2. Criterios de administración

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

Cuadro 28
Principales componentes de las reservas internacionales 1/
(Millones de dólares)

Descripción	Diciembre 1998 1/	Part. %	Junio 1999	Part. %	Diciembre 1999	Part. %	Junio 2000 (p)	Part. %
Caja	80.5	0.9	35.6	0.4	91.2	1.1	61.6	0.7
Efectivo en caja	79.9	0.9	34.9	0.4	90.2	1.1	60.4	0.7
Depósitos a la orden	0.6	0.0	0.7	0.0	1.0	0.0	1.2	0.0
Inversiones	7,524.1	86.1	7,400.9	88.2	7,122.0	87.9	7,407.3	88.7
Portafolio directo	5,300.5	60.6	5,208.0	62.1	4,395.9	54.3	4,626.1	55.4
Portafolio en administración	2,223.6	25.4	2,192.9	26.1	2,726.1	33.6	2,781.2	33.3
Oro	103.0	1.2	93.4	1.1	95.4	1.2	94.9	1.1
Caja	1.2	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Custodia	101.8	1.2	92.5	1.1	95.4	1.2	94.9	1.1
Fondo Monetario Internacional	771.3	8.8	604.4	7.2	523.0	6.5	517.8	6.2
Derechos especiales de giro	196.4	2.2	123.5	1.5	131.2	1.6	135.5	1.6
Posición de reservas	574.9	6.6	480.9	5.7	391.8	4.8	382.2	4.6
Fondo Latinoamericano de Reservas	255.0	2.9	255.0	3.0	270.0	3.3	270.0	3.2
Aportes	235.0	2.7	235.0	2.8	250.0	3.1	250.0	3.0
Pesos andinos	20.0	0.2	20.0	0.2	20.0	0.2	20.0	0.2
Convenios internacionales	6.5	0.1	3.6	0.0	1.8	0.0	3.8	0.0
Total reservas brutas	8,740.5	100.0	8,392.9	100.0	8,103.4	100.0	8,355.4	100.0
Pasivos a corto plazo	0.7	0.0	1.0	0.0	1.4	0.0	0.3	0.0
Organismos internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Saldo convenios internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Órdenes de pago no presentadas al cobro	0.7	0.0	1.0	0.0	1.4	0.0	0.3	0.0
Total reservas netas	8,739.8	100.0	8,391.9	100.0	8,102.0	100.0	8,355.1	100.0

1/ Cifras reprocesadas. A partir de enero de 1999, se modificó el cálculo de las reservas internacionales de acuerdo con el nuevo Manual de Balanza de Pagos del FMI. Se restringió la definición de los pasivos de corto plazo a las obligaciones de menos de un año con no residentes, por lo cual se excluyeron de dichos pasivos las obligaciones del Banco de la República con la Dirección del Tesoro Nacional y con otras entidades. Así mismo, se excluyeron de los pasivos a corto plazo, los pasivos con organismos internacionales como el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco de Desarrollo del Caribe por ser pasivos de largo plazo. Las cuentas por pagar de inversiones se reclasificaron dentro del activo, pero con signo contrario y se descontaron del rubro Valuación Neta y Provisión US\$55.7 millones correspondientes al saldo de los convenios reestructurados con Cuba y Honduras.

Fuente: Banco de la República.

estos criterios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario y parte de ellas se mantiene como capital de trabajo, garantizando su disponibilidad inmediata.

Del monto de las inversiones financieras, el Banco de la República gestionó directamente US\$4,626.1 m y por intermedio de las firmas espe-

cializadas Barclays, Goldman Sachs Asset Management y J. P. Morgan Investment Management, US\$2,781.2 m. Con el fin de que el portafolio esté en concordancia con las operaciones externas del país, la distribución por monedas a junio 30 de 2000 fue la siguiente: dólares americanos 82%; euros 14% y yenes japoneses 4%. Es de anotar que en el corto plazo, esta política de inversión puede generar ingresos o egresos extraordinarios, producto de las variaciones de las tasas de cambio de las diferentes monedas frente al dólar; sin embargo, permite que haya un equilibrio entre las reservas internacionales y la composición de pagos externos.

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 76% en papeles de gobiernos soberanos, en un 23% en instituciones bancarias y en un 1% en instituciones corporativas. El riesgo crediticio de las inversiones se distribuye, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas³⁶, como sigue: el 85% "AAA", el 4% "AA +", el 7% "AA", el 3% "AA-", y el 1% "A+".

El capital de trabajo para asegurar la disponibilidad inmediata de divisas fue, a junio 30 de 2000, de US\$868.5 m, lo cual equivale aproximadamente a 0,6 meses de importaciones de bienes y servicios. Estos recursos se mantienen en activos financieros con liquidez inmediata.

El rendimiento del portafolio de inversión de las reservas en el primer semestre de 2000, sin incluir el capital de trabajo, fue de US\$152.4 m, como resultado de ingresos por US\$175.5 m frente a egresos por US\$23.1 m. Los ingresos provienen fundamentalmente de los rendimientos por tasas de interés, en tanto que los egresos se originan principalmente por la revaluación del dólar frente a otras monedas. Con los programas de administración delegados se ha mejorado el rendimiento del portafolio y se han obtenido ventajas en materia de capacitación y transferencia tecnológica, lo cual ha fortalecido el manejo interno de las reservas.

B. Situación financiera

Resultados en el año 2000

En el primer semestre del presente año, los activos del Banco de la República se incrementaron en \$1.497 mm, con crecimiento de 6,1% respecto

al saldo registrado en diciembre de 1999 (Cuadro 29). Este incremento se explica por el aumento del valor en pesos de las reservas internacionales, \$2.650 mm, y la adquisición de bonos de Fogafin por \$515,4 mm; factores que fueron parcialmente contrarrestados por la disminución en el saldo de los REPO y los cupos de liquidez, US\$1,552.1 mm.

Los pasivos del Banco ascendieron en igual fecha a \$12.161,2 mm, con disminución de \$609,2 mm, -4,8%, respecto al saldo de diciembre, mientras que el patrimonio alcanzó \$13.865,3 mm, con aumento de \$2.106,2 mm, 17,9%. La variación de los pasivos se explica por la disminución estacional en la base monetaria de \$1.370,6 mm y por el aumento en el saldo de los REPO de contracción por \$673,2 mm. Por otra parte, la variación en el patrimonio se origina en el ajuste cambiario de las reservas internacionales, \$2.090,4 mm, por el efecto de la devaluación del peso frente al dólar.

Entre enero y junio, las operaciones del Banco arrojaron utilidades por \$533,0 mm (Cuadro 30). Del lado de los ingresos, sobresalen los rendimientos de las reservas internacionales, \$325,0 mm, y el rendimiento de los títulos TES adquiridos por operaciones de expansión monetaria, \$146,0 mm. Por otro lado, los principales egresos estuvieron representados en los gastos de personal, \$74,1 mm (con incremento anual del 3,8%) y la remuneración del encaje de cuentas de depósito por \$66,3 mm.

En el año completo, se proyecta que las utilidades alcanzarán un monto aproximado de \$849,7 mm (Cuadro 30). Este resultado responde a los ingresos por intereses de las reservas internacionales, \$670,0 mm y a los rendimientos por operaciones de liquidez, \$262,4 mm. Del lado de los egresos, se proyectan gastos de personal por \$151,0 mm (con incremento anual del 6,0%), remuneración de encajes por \$143,9 mm y otros gastos por \$171,4 mm. Se debe anotar que estas proyecciones no incorporan posibles efectos por variación de las tasas de cambio e interés del portafolio de reservas. Por consiguiente, la proyección del estado de resultados del Banco está sujeta a la incertidumbre sobre la evolución futura de estas variables.

Cuadro 29
Balance del Banco de la República - Resultados de 1998-2000

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre, 1998		Diciembre, 1999		Junio, 2000 (*)	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	18.117,6	100,0	24.529,5	100,0	26.026,5	100,0
Reservas internacionales brutas	13.206,8	72,9	15.170,5	61,8	17.820,5	68,5
Aportes en organismos internacionales	967,2	5,3	2.059,6	8,4	2.223,0	8,5
Inversiones	942,8	5,2	2.395,5	9,8	2.530,3	9,7
Sector público deuda consolidada	453,8	2,5	390,0	1,6	336,8	1,3
Sector público regulación monetaria	489,0	2,7	2.005,5	8,2	1.678,1	6,4
Bonos banca pública - Fogafin					515,4	2,0
Cartera de créditos	454,9	2,5	379,8	1,5	407,9	1,6
Sector público Gobierno Nacional	4,4	0,0	4,0	0,0	3,9	0,0
Bancos 1/	442,9	2,4	396,6	1,6	310,9	1,2
Corporaciones financieras	76,5	0,4	79,0	0,3	185,0	0,7
Otras entidades	34,5	0,2	3,5	0,0	1,5	0,0
Menos: provisiones	103,4	0,6	103,3	0,4	93,5	0,4
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	1.140,1	6,3	2.892,3	11,8	1.340,2	5,1
Cuentas por cobrar	34,5	0,2	55,8	0,2	62,2	0,2
Otros activos netos	1.371,3	7,6	1.576,0	6,4	1.642,5	6,3
Pasivo y patrimonio	18.117,6	100,0	24.529,5	100,0	26.026,5	100,0
Pasivo	8.746,8	48,3	12.770,4	52,1	12.161,2	46,7
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	1,1	0,0	4,3	0,0	5,7	0,0
Base monetaria	6.923,1	38,2	9.739,6	39,7	8.369,0	32,2
Billetes en circulación	5.623,0	31,0	7.457,6	30,4	6.530,5	25,1
Moneda de tesorería	317,1	1,8	319,4	1,3	321,6	1,2
Depósitos para encaje bancos 1/	918,6	5,1	1.780,0	7,3	1.355,2	5,2
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	64,4	0,4	182,6	0,7	161,7	0,6
Otros depósitos	133,7	0,7	142,7	0,6	33,6	0,1
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	70,7	0,4	83,4	0,3	310,5	1,2
Obligaciones organismos internacionales	759,9	4,2	1.779,9	7,3	1.839,5	7,1
Pasivos por líneas externas	198,7	1,1	218,0	0,9	223,4	0,9
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	149,5	0,8	147,4	0,6	737,8	2,8
REPO de contracción y títulos de participación	25,8	0,1	46,1	0,2	719,3	2,8
Tit. en Div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J. D.	120,0	0,7	100,6	0,4	17,7	0,1
Otros	3,8	0,0	0,7	0,0	0,8	0,0
Cuentas por pagar	31,7	0,2	38,7	0,2	34,7	0,1
Otros pasivos	478,3	2,6	616,4	2,5	607,1	2,3
Patrimonio total	9.370,7	51,7	11.759,1	47,9	13.865,3	53,3
Capital	12,7	0,1	12,7	0,1	12,7	0,0
Reservas	114,4	0,6	360,1	1,5	345,9	1,3
Superávit patrimonial	7.492,3	41,4	10.557,7	43,0	12.653,7	48,6
Liquidación CEC	453,5	2,5	453,5	1,8	453,5	1,7
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	7.029,3	38,8	10.088,2	41,1	12.178,6	46,8
Otros	9,6	0,1	16,0	0,1	21,7	0,1
Valorizaciones	254,8	1,4	320,9	1,3	320,0	1,2
Resultados	1.496,5	8,3	507,8	2,1	533,0	2,0
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.496,5	8,3	507,8	2,1	533,0	2,0

(*) Cifras sujetas a revisión.

1/ Incluye Bancos hipotecarios.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 30
Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 1999-2000

(Miles de millones de pesos)

	Ene-Jun, 1999		Ene-Dic, 1999		Ene-Jun, 2000 1/		Ene-Dic, 2000 2/	
	Flujos	Part. %	Flujos	Part. %	Flujos	Part. %	Flujos	Part. %
I. Ingresos totales	353,0	100,0	1.219,6	100,0	877,5	100,0	1.521,7	100,0
1. Ingresos operacionales	348,7	98,8	1.200,8	98,5	854,6	97,4	1.491,6	98,0
Intereses y rendimientos	176,1	49,9	878,0	72,0	640,4	73,0	1.247,1	82,0
Reservas internacionales netas	(160,9)	(45,6)	187,1	15,3	325,0	37,0	670,0	44,0
Líneas externas	9,2	2,6	14,1	1,2	12,0	1,4	25,9	1,7
Valoración de TES "A" y "B" precios de mercado	99,3	28,1	166,8	13,7	13,3	1,5	22,2	1,5
Val. de TES por oper. de expan. monetaria	72,5	20,5	189,3	15,5	146,0	16,6	262,4	17,2
Val. bonos capitalización banca pública					16,6	1,9	43,0	2,8
Compra transitoria de títulos y cupos	91,6	26,0	201,5	16,5	81,1	9,2	122,5	8,0
Otros	64,3	18,2	119,2	9,8	46,3	5,3	101,1	6,6
Comisiones	27,5	7,8	58,3	4,8	34,8	4,0	67,8	4,5
Servicios bancarios	22,3	6,3	50,2	4,1	29,2	3,3	57,6	3,8
Compraventa divisas	5,1	1,4	7,5	0,6	4,9	0,6	10,3	0,7
Otros	0,1	0,0	0,5	0,0	0,7	0,1	0,0	0,0
Diferencias en cambio	108,8	30,8	164,5	13,5	130,4	14,9	128,6	8,5
Moneda emitida y metales preciosos	0,0	0,0	7,4	0,6	1,6	0,2	1,9	0,1
Redención anticipada de títulos	31,1	8,8	73,2	6,0	21,7	2,5	22,1	1,4
Otros	5,2	1,5	19,4	1,6	25,7	2,9	24,1	1,6
2. Ingresos no operacionales	4,2	1,2	18,8	1,5	22,9	2,6	30,1	2,0
II. Egresos totales	384,3	100,0	711,9	100,0	344,5	100,0	672,0	100,0
1. Egresos operacionales	383,0	99,7	706,8	99,3	333,5	96,8	669,5	99,6
Intereses y rendimientos	127,2	33,1	243,7	34,2	109,2	31,7	176,9	26,3
Encaje en cuentas de depósito	96,7	25,2	194,9	27,4	66,3	19,2	143,9	21,4
Venta transitoria de títulos	24,3	6,3	32,5	4,6	35,4	10,3	18,3	2,7
Líneas externas y títulos canjeables	6,3	1,6	16,3	2,3	7,5	2,2	14,7	2,2
Comisiones y honorarios	11,7	3,0	20,1	2,8	9,6	2,8	21,0	3,1
Diferencias en cambio	62,5	16,3	97,3	13,7	63,0	18,3	70,7	10,5
Organismos internacionales	16,7	4,3	29,7	4,2	20,7	6,0	23,7	3,5
Líneas externas	29,5	7,7	45,6	6,4	28,9	8,4	28,0	4,2
Otros	16,3	4,2	22,0	3,1	13,3	3,9	19,0	2,8
Costo de emisión especies monetarias	7,9	2,1	28,6	4,0	2,8	0,8	25,9	3,9
Gastos de personal	71,4	18,6	142,5	20,0	74,1	21,5	151,0	22,5
Pensiones de jubilación	55,4	14,4	56,5	7,9	19,6	5,7	52,5	7,8
Otros	46,9	12,2	118,1	16,6	55,3	16,1	171,4	25,5
2. No operacionales	1,3	0,3	5,1	0,7	11,0	3,2	2,5	0,4
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	(31,4)	(8,2)	507,8	71,3	533,0	154,7	849,7	126,5

1/ Cifras sujetas a revisión.

2/ Proyecciones.

Fuente: Banco de la República.

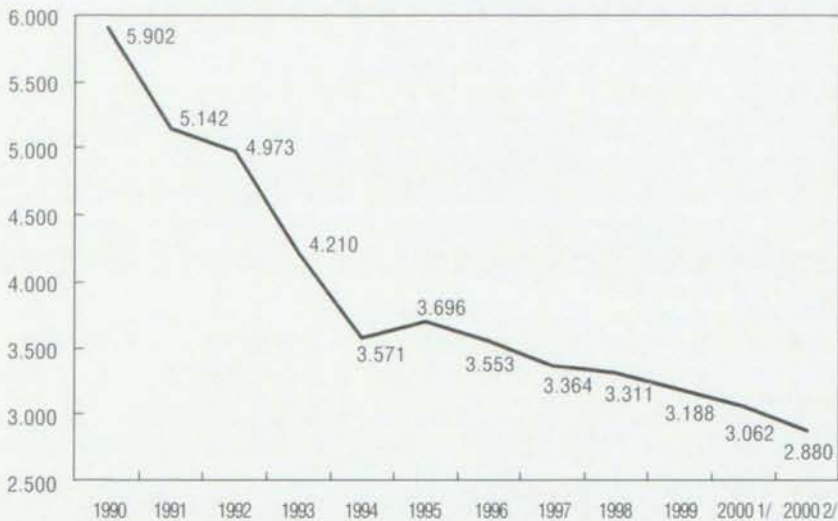
RECUADRO 3

REDUCCIÓN DE LA NÓMINA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

La Asamblea Nacional Constituyente de 1991 introdujo importantes modificaciones a las funciones que venía ejerciendo el Banco de la República. La nueva Carta no solo declaró que el Banco estaría organizado como una persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sino que también limitó algunas de sus funciones. A partir de la nueva Constitución las actividades del Banco se enfocaron a cumplir las funciones básicas de 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 bancos y servir como agente fiscal del Gobierno. En especial, la prohibición de establecer cupos de crédito o dar garantías a favor de particulares, salvo cuando se intermedien líneas externas, hizo que el Banco no continuara con sus labores de crédito de fomento. Adicionalmente, la ley creó una serie de instituciones financieras públicas especializadas para otorgar crédito como Finagro, Bancoldex, Findeter y la FEN que reemplazaron las actividades que realizaba el Banco a este respecto. Igualmente, por disposición de la Ley 9 de 1991 se estableció un nuevo régimen cambiario y se desmontó el control de cambios cuya vigilancia era realizada fundamentalmente por la Oficina de Cambios que era administrada por el Banco de la República.

Como consecuencia de lo anterior y de una modernización en los procesos del Banco, desde finales de 1990, su nómina de personal se ha disminuido en un 48%, al pasar de 5.902 trabajadores en diciembre de ese año a 3.062 en junio pasado. Para el final del año 2000 se proyecta una nómina de 2.880 empleados, lo que dará como resultado una disminución del 51% durante la vigencia de la Junta Directiva.

Banco de la República
Evolución de la planta de personal
1990-2000



1/ Planta de personal a junio 30 de 2000.

2/ Planta de personal proyectada a diciembre 31 de 2000.

La reducción de nómina le ha permitido al Banco asumir, sin crecimiento en su gasto global, entre otros, mayores gastos de personal originados en incremento de rubros como aportes patronales (Ley 100/93), provisiones (bonificaciones por traslado al régimen de cesantías de la Ley 50/90) y cubrimiento al 100% de su cálculo actuarial. Igualmente, cubrir los gastos de inversión en que ha incurrido en los programas de capacitación del personal y en el desarrollo e implementación de aplicaciones informáticas. A este respecto, cabe destacar lo hecho en materia de sistemas de transacción electrónica que ha permitido mejorar la eficiencia y seguridad del sistema de pagos.

Lo anterior, aunado con una estricta política de austeridad en sus gastos corporativos, ha permitido que los gastos durante el primer semestre de 2000 disminuyan, en términos reales, en un 4,4%, frente al mismo período de 1999.

Con respecto al tema pensional es importante anotar que los empleados del Banco de la República están incluidos dentro del régimen de pensiones establecido por la Ley 100 de 1993. Por lo tanto, el Banco y todos sus trabajadores efectúan los aportes prescritos por dicha Ley, bien sea al ISS o a los fondos privados de pensiones. No obstante, en virtud de una norma vigente desde 1971, algunas pensiones concedidas a trabajadores del Banco podían sobrepasar el tope de veinte (20) salarios mínimos que establece la Ley. A partir del pasado mes de abril, dicha prerrogativa fue eliminada por el Consejo de Administración del Banco.

El Banco de la República tiene provisto el 100% de su pasivo actuarial. Estos recursos líquidos son administrados por varias fiduciarias especializadas y sus rendimientos están destinados a asumir los pagos de las pensiones. Vale la pena mencionar que los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República no gozan de ningún régimen de pensiones diferente al establecido por la Ley 100 de 1993.

Gastos corporativos			
Enero-Junio de 1999 vs. Enero-Junio de 2000			
A precios constantes			
(Millones de pesos)			
Concepto	Ejecución		Variación
	Enero - Junio		
	1999	2000	%
Gastos de personal	78.961	74.613	(5,51)
Gastos de pensionados	28.266	21.613	(23,54)
Gastos de funcionamiento	23.992	25.384	5,80
Gastos culturales	1.676	1.759	4,95
Depreciaciones y otros	9.867	13.065	32,41
Total	142.762	136.434	(4,43)
Factor de conversión: 1.0968.			

NOTAS

- ¹ Las cuales existían únicamente para plazos de un día y habían sido suspendidas desde agosto 5 de 1999.
- ² Al incluir los TES por Ley de Vivienda y los Títulos del Fogafin, esta tasa de crecimiento anual pasa de 57,3% en diciembre de 1999 a 74,7% en mayo del año 2000.
- ³ Volatilidad hace referencia a la varianza del tipo de cambio.
- ⁴ Las importaciones de bienes disminuyeron 27,3% para el año. La reducción de 26,4% presentada aquí incluye el resultado de las operaciones especiales de comercio.
- ⁵ Incluye transportes, viajes y otros servicios diferentes de renta de factores.
- ⁶ Este aumento se explica por la colocación de los bonos realizada en noviembre de 1999 por US\$500 m, que en su mayoría constituyeron portafolio externo.
- ⁷ Esta cifra se explica principalmente por la descapitalización de la Empresa de Energía de Bogotá.
- ⁸ Los datos de los pagos de la deuda pública y privada de los próximos 12 meses corresponden a la información del mes de marzo de 2000.
- ⁹ Este comportamiento que se inició en 1998, se explica porque los grandes proyectos (Cusiana y Cupiagua) han pasado de la fase de exploración, en la que se recibieron importantes inversiones, a la etapa de explotación y comercialización, cuando las sucursales giran a sus casas matrices los capitales invertidos en la fase inicial.
- ¹⁰ Incluidas las operaciones especiales de comercio exterior.
- ¹¹ *Ibid.*
- ¹² La meta original con el Fondo Monetario Internacional ascendía a US\$3,200 m para este concepto. La diferencia con US\$3,871 m corresponde al mayor endeudamiento externo de mediano y largo plazo permitido para el sector público, debido al faltante de US\$1,342 m de privatizaciones estimado para el año.
- ¹³ Se utilizó el índice calculado por J. P. Morgan para los títulos de los países latinoamericanos en donde se incluye deuda soberana y corporativa.
- ¹⁴ El número de días que los bancos comerciales pueden mantener los recursos recaudados se redujo de 21 a 14. Por su parte, los límites en los pagos de retención de IVA y renta, declaración y pago de IVA y cuotas de grandes contribuyentes se fijaron para los primeros 15 días de cada mes.
- ¹⁵ Se incluyen los activos de seis entidades oficiales especiales, a saber, la FEN, Finagro, Bancoldex, Findeter, Icetex y Fonade. A finales de 1997, tales activos representaban el 5,5% del PIB. Los activos de los establecimientos de crédito directo al público sumaban el 61%.
- ¹⁶ Según cifras de balances, los activos en abril de 2000 representarían aproximadamente el 57% del PIB. Suponiendo que se recuperara la totalidad de la cartera que ha salido de los balances desde 1999, el total de activos de los establecimientos de crédito sería del 59,5% del PIB, que es la cifra citada en el texto. Las cifras citadas corresponden estrictamente a establecimientos de crédito, o sea, a entidades de crédito directo al público, a la banca de segundo piso, y a otras entidades crediticias de régimen especial. Pero no incluyen otras instituciones financieras como las sociedades de servicios financieros (fiduciarias, fondos de pensiones y almacenes de depósito), las aseguradoras y los comisionistas de bolsa. A finales de 1999, los activos de los establecimientos de crédito significaron el 60% del PIB, y el de las últimas instituciones citadas, el 9%, respectivamente. Así, los activos totales del sistema financiero alcanzaron a representar el 69% del PIB en 1999.

- ¹⁷ En términos del tipo de establecimiento crediticio, la disminución del número de entidades fue así: el número de bancos se redujo de 32 a 24, el de las instituciones de crédito hipotecario de 9 a 6, el de las corporaciones financieras de 22 a 10, el de las compañías de financiamiento comercial tradicionales de 30 a 20, y el de las compañías de financiamiento comercial especializadas en *leasing* de 32 a 16. En 1997, las 125 entidades podían discriminarse entre 114 de origen privado y 11 de origen público, y en abril de 2000, de las 76 sobrevivientes, 67 eran de origen privado y 9 de origen público.
- ¹⁸ Las entidades beneficiarias de los aportes fueron el BCH, Banestado, Bancafé, Granahorrar y el Banco Agrario.
- ¹⁹ Recibieron créditos del Fogafin las siguientes entidades privadas: Megabanco, el Banco Colpatría, el Banco Superior, el Banco de Crédito, Interbanco, Coltefinanciera, la Corporación Financiera del Norte, el Banco Unión, Multifinanciera y Credinver.
- ²⁰ La caída del indicador en las compañías de financiamiento comercial ha resultado, en parte, de las liquidaciones y fusiones adelantadas a partir de 1998.
- ²¹ Confecámaras, "La reestructuración económica se fortalece". Santafé de Bogotá, 1 de julio de 2000.
- ²² El indicador de riesgo de liquidez compara la evolución de los pasivos volátiles netos contra la evolución de los depósitos totales. Se ha definido como pasivos volátiles netos, a la diferencia entre la suma de los recursos captados a través de certificados de depósito de ahorro a término, interbancarios, y operaciones REPO pasivas, y la suma de los recursos colocados a través de interbancarios y operaciones REPO activas. El indicador mide el riesgo de liquidez de una entidad en la medida en que una más alta participación de los pasivos de muy corto plazo implicaría una mayor desprotección de los depósitos totales.
- ²³ Las entidades beneficiarias de apoyo o de créditos de Fogafin han enfrentado dificultades de liquidez por encima de las que ha debido enfrentar el sistema. Así, cuando el promedio del indicador para el sistema desde mediados de 1999 ha sido del 2%, para aquellas entidades ha sido del 8%.
- ²⁴ Los activos domésticos netos equivalen a la diferencia entre la base monetaria y las reservas internacionales netas, valoradas en pesos a una tasa de cambio contable.
- ²⁵ El balance general del sector público consolidado se define como la suma de los balances generales del sector público no financiero (SPNF), el resultado de operaciones efectivas (balance cuasifiscal) del Banco de la República, el balance general del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), y los costos fiscales netos asumidos por el Gobierno Central relacionados con la reestructuración financiera.
- ²⁶ Corresponde a deuda externa que financia operaciones distintas a las de comercio exterior.
- ²⁷ Urrutia M., Miguel (1999), "Relación entre el Índice de Precios del Productor (IPP) y el Índice de Precios al Consumidor (IPC)", Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, No. 865, noviembre, y Huertas, Carlos y Jalil, Munir (2000), "Relación entre el Índice de Precios del Productor (IPP) y el Índice de Precios al Consumidor (IPC)", *Borradores de Economía*, No. 144, Subgerencia de Estudios Económicos, Banco de la República.
- ²⁸ En marzo de 2000, la economía creció 0,99% respecto al cuarto trimestre de 1999, siendo el tercer trimestre consecutivo en que se presentan variaciones positivas frente al período inmediatamente anterior. En efecto, comparada con el trimestre que precedió, la economía creció 0,59% y 1,73% durante el tercero y cuarto trimestres, respectivamente.
- ²⁹ La caída del café durante el primer trimestre de 2000 se explica por una contracción en las exportaciones (-35%), y por el descenso en su producción (-9%).
- ³⁰ Según el DANE, los productos agrícolas con mayor crecimiento anual son: cebada (38%), yuca (15%), trigo (10%), frijol (5,1%), y arroz (3,4%). Por su parte, se redujo la producción de sorgo (-25%), algodón (-17%) y papa (-14%), entre otros.

- ³¹ La producción de cemento en el primer trimestre del año 2000 creció 4,7% respecto al trimestre anterior.
- ³² El sector de la construcción venía registrando tasas de crecimiento anual de -18%, -23%, -30% y de -24% durante el cuarto, tercero, segundo y primer trimestres de 1999, respectivamente.
- ³³ El crecimiento para los rubros de consumo total y de formación bruta de capital correspondiente al primer trimestre de 2000 frente al último trimestre de 1999 fue 0,8% y 8%, respectivamente.
- ³⁴ La tasa de ocupación de marzo de 2000, es inferior a la de diciembre de 1999. Esto se explica básicamente por factores estacionales, al incrementarse el número de trabajadores temporales en diciembre.
- ³⁵ Son iguales al total de las reservas internacionales o reservas brutas menos los pasivos de corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera.
- ³⁶ Standard & Poor's, Moody's e IBCA.