

NOTA EDITORIAL

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I. INTRODUCCIÓN

La inflación anual medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en diciembre de 1999 en 9,2%, inferior en 7,5 puntos porcentuales a la que se observó en diciembre de 1998 y 5,8 puntos porcentuales por debajo de la meta de inflación del 15% establecida por el Banco de la República para ese año. Esta es la inflación más baja registrada para un fin de año desde 1970, y es la primera vez que se observa una inflación al consumidor de un dígito en los últimos 30 años. La reducción de la inflación durante el último año avanza en el proceso de control de la inflación que la Junta Directiva ha emprendido desde su creación, en cumplimiento del mandato constitucional que le ordena al Banco de la República, como tarea fundamental, lograr la estabilidad de precios.

En contraste con este buen resultado, el Producto Interno Bruto (PIB) de la economía colombiana presentó en el año 1999 la mayor caída de la que se tenga registro, al haberse contraído en términos reales cerca del 5,2%*. Asociado con la fuerte declinación de la actividad económica, la tasa de desempleo llegó en diciembre de 1999 al 18,1%, que -aunque levemente inferior a la que se produjo en septiembre del mismo año (20,1%)- constituye uno de los mayores niveles de desempleo registrados.

De esa manera, la economía en 1999 registró extremos históricos. El primero por su baja inflación, y el segundo por su acentuada recesión y elevado desempleo. La marcada pérdida de dinamismo de la actividad económica caracteriza una economía en crisis en la que su aparato productivo se encuentra subutilizado, y en donde casi una quinta parte de su fuerza laboral está cesante. Comprender las razones que explican esta crisis es un requisito esencial para diseñar políticas económicas que permitan superarla sin generar presiones inflacionarias.

Una contracción económica tan aguda como la presentada en el año 1999 tiene numerosas causas, algunas de carácter inmediato como la crisis financiera internacional desatada en 1998, y otras que se van gestando lentamente, como la fragilidad financiera, los desequilibrios macroeconómicos que se produjeron a raíz de un exceso de demanda agregada durante algunos años de la década de los noventa, la intensificación del conflicto armado interno y la incertidumbre política. Como se recordará, en el Informe presentado al Congreso en julio de 1999 se destacaron como principales causas de la recesión, el deterioro creciente de las finanzas públicas, el elevado déficit en la cuenta corriente, la caída del ahorro privado y la fragilidad financiera. Con base en ese diagnóstico, el presente Informe hace énfasis en el esquema de ajuste y recuperación con el cual se espera corregir los principales desequilibrios macroeconómicos internos y externos, que permitan colocar la economía en una senda de crecimiento alto y sostenible.

Las políticas para estimular la recuperación económica requieren ser examinadas en estrecha conexión con las causas de la recesión. Es claro que el éxito de las primeras dependerá de su efectividad para eliminar las segundas. Por esta razón, resulta pertinente referirse nuevamente, así sea de manera breve, a las causas de la recesión, para establecer el contexto de análisis para las políticas de recuperación. Un primer punto sobre el que Informes anteriores han sido reiterativos es el excesivo crecimiento del gasto, tanto público como privado, que comenzó a producirse desde principios de la década de los 90. Lo primero condujo a un déficit del sector público de 3,6% del PIB en 1998 -frente a un déficit de sólo 0,5% del PIB en 1990-, en tanto que lo segundo indujo un auge sin precedentes en el precio de los activos y una caída del ahorro privado desde un nivel de 14,1% del PIB en 1990 a uno de 6,1% en 1998, según las últimas cifras disponibles.

Una economía cuya demanda interna crece más rápido que su producto termina inevitablemente generando desequilibrios externos. En el

caso colombiano ese desbalance se manifestó en un saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos que después de ser superavitaria a comienzos de la década llegó a un déficit máximo del 6,2% del PIB en el primer trimestre de 1998. Esto se financió con un crecimiento de la deuda externa total que pasó de un equivalente de 27,4% del PIB en 1994 a 36% del PIB en 1998, a pesar de haberse adelantado un programa de privatizaciones. La mayor parte de este endeudamiento la asumió el sector privado, cuya participación en la deuda externa total aumentó de 34% a 48% en el mismo período. Un desequilibrio externo de esa magnitud hace a la economía muy vulnerable a los cambios adversos en las condiciones de los mercados internacionales de bienes y de capital. La experiencia colombiana reciente ha sido muy ilustrativa en ese sentido. El deterioro de los términos de intercambio, la drástica disminución de las entradas de capital y el encarecimiento del crédito externo, generaron una pérdida de confianza entre los agentes económicos que probablemente no hubiera ocurrido en tal magnitud de haberse contado con fundamentos macroeconómicos más sanos.

La pérdida de confianza en la viabilidad de la posición externa colombiana rápidamente derivó en ataques especulativos contra el peso, que se tradujeron en una caída de las reservas internacionales y en una fuerte presión alcista sobre la tasa de cambio y la tasa de interés interna. Los mecanismos que indujeron el crecimiento de las tasas de interés son de diversa índole. El primero fue la contracción monetaria generada por la caída de reservas internacionales. Si la autoridad monetaria hubiera intentado evitar completamente esa contracción a través de una mayor expansión primaria, habría terminado por estimular ataques adicionales contra el peso, conduciendo a una crisis de balanza de pagos como la observada en otros países. El segundo mecanismo fue el incremento de la tasa de interés de paridad -que mide la rentabilidad que los agentes económicos esperan obtener con el exterior- debido a las expectativas de una mayor devaluación del peso. El incremento en la tasa de interés de paridad no tardó en reflejarse en un aumento de la tasa de interés interna. El tercer mecanismo lo constituyó la incertidumbre sobre la capacidad de financiar el desequilibrio externo. Esto se reflejó en un incremento de la prima de riesgo que tanto los inversionistas nacionales como extranjeros exigían para mantener sus capitales en el país, lo cual contribuyó a presionar al alza la tasa de interés interna.

El complejo encadenamiento que una situación de esa naturaleza puede tener sobre una economía puede descifrarse al revisar la experiencia colombiana. En el frente externo, el incremento de la tasa de cambio

encareció significativamente el costo de la deuda externa. Esto golpeó fuertemente al sector privado, al tener un elevado nivel de endeudamiento externo acompañado de un escaso nivel de cobertura cambiaria. En el frente interno, el incremento de la tasa de interés interna, aunado al sobre-endeudamiento del sector privado condujeron a una reducción del ritmo de crecimiento de la cartera, lo que al desestimular la demanda se manifestó en un abrupto descenso del precio de los activos fijos -en particular finca raíz, cuyos precios alcanzaron niveles artificialmente altos en el pasado-. Esto se reflejó en una pérdida de riqueza, lo cual redujo la base patrimonial de los hogares, las empresas y del sector financiero. La pérdida patrimonial se acentuó debido al encarecimiento del servicio de la deuda que terminó por incrementar el monto adeudado en pesos.

Como consecuencia de la situación descrita, el sector financiero experimentó un rápido incremento de su cartera vencida, que a través de las provisiones correspondientes, se manifestó en considerables pérdidas que debilitaron su posición patrimonial, resquebrajaron su solvencia y aumentaron su fragilidad. Ante ello, los intermediarios financieros comenzaron a restringir sus préstamos. La economía se resintió no sólo por la falta de crédito, sino también por la caída en la capacidad de consumo de los hogares y de la baja capacidad de la inversión privada resultante del deterioro en el patrimonio de las familias y las empresas. El epílogo de esta situación fue una contracción del gasto agregado y una recesión económica como la observada en 1999, que al contener fuerzas que la retroalimentan sólo puede ser detenida mediante una política económica coherente, creíble y efectiva.

Ese es precisamente el objetivo central de la estrategia de ajuste y recuperación que se presenta en este Informe. La actividad productiva debe recuperarse, pero lo ha de hacer de una manera sostenible, preservando los logros conseguidos hasta el momento en otras áreas. Sin duda, la más importante es la reducción de la inflación a su menor nivel en los últimos 30 años. La mayor equidad y eficiencia en la asignación de recursos asociada a una baja inflación generará grandes beneficios de largo plazo para toda la sociedad. La segunda ganancia que debe preservarse es la moderación del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Este disminuyó desde 5,3% del PIB al final de 1998 a 1,5% en 1999, y se prevé que se mantendrá por debajo del 3% del PIB en los próximos años. El menor déficit en cuenta corriente asegura la viabilidad de la posición externa del país y reduce su vulnerabilidad a cho-

ques externos negativos, que tantos inconvenientes han causado a la economía colombiana durante los últimos dos años.

La estrategia de ajuste y recuperación para alcanzar los propósitos descritos debe contener dos características fundamentales: credibilidad y coherencia macroeconómica. Lo primero se consiguió plenamente en el segundo semestre de 1999 al diseñar un programa macroeconómico que ha sido avalado por la comunidad financiera internacional, donde se establecen las pautas precisas del esfuerzo de ajuste para los próximos tres años. La coherencia macroeconómica, por su parte, es un requisito técnico cuyo cumplimiento se garantiza al diseñar cada una de las metas que contiene el programa, conociendo las interrelaciones económicas entre las distintas variables.

Como se detalla en el presente Informe, la estrategia de ajuste y recuperación enfrenta las causas que dieron origen a la recesión y se concentra en tres áreas fundamentales de las cuales depende crucialmente el éxito del programa de ajuste, a saber: la disciplina monetaria, la reestructuración del sector financiero y la consolidación fiscal, que requiere la implementación de la agenda de reformas estructurales del Gobierno. Estos frentes de política económica lograrán corregir el desequilibrio fundamental que se profundizó durante toda la década de los años 90, consistente en un crecimiento del gasto superior al del producto, lo cual terminó por comprometer la viabilidad de la posición externa del país. Más concretamente, el ajuste fiscal dará un mayor espacio de gasto y financiamiento al sector privado, permitiendo corregir los desequilibrios estructurales existentes, sin sacrificar los logros obtenidos en materia de inflación. Adicionalmente, el saneamiento de las finanzas públicas permitirá corregir la sobrecarga que se ha venido produciendo sobre la política monetaria en sus esfuerzos de estabilización macroeconómica. Esto facilitará mantener un nivel de tasas de interés que contribuya a estimular la recuperación económica y a solucionar los problemas del sector financiero.

El Informe presenta en el capítulo II el esquema de ajuste y recuperación, en el capítulo III una descripción de la política macroeconómica, en el campo monetario y crediticio, cambiario y de balanza de pagos, financiero y fiscal. En el capítulo IV se presentan los resultados de la inflación y sus tendencias básicas, y en el capítulo V se discuten los principales aspectos de la actividad económica y el empleo. El Informe concluye con un análisis de las reservas internacionales y la situación financiera del Banco de la República que se presenta en el capítulo VI.

II. ESQUEMA DE AJUSTE Y RECUPERACIÓN

A. Racionalidad del ajuste

Para alcanzar los objetivos de crecimiento, estabilidad de precios y viabilidad externa, un ingrediente crucial del manejo económico consiste en mantener el nivel y la tasa de crecimiento de la demanda agregada en línea con la capacidad productiva de la economía y su base de recursos. Esto requiere políticas económicas internas que aseguren la coherencia con el balance macroeconómico. A este respecto, se pueden identificar cuatro grandes áreas de política.

La primera es la *dimensión fiscal del manejo macroeconómico*. El creciente desequilibrio de las finanzas públicas colombianas ha generado una expansión de la demanda agregada inconsistente con el equilibrio macroeconómico. Esto se ha reflejado en un creciente déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos comprometiendo la posición externa del país¹. La corrección de este desequilibrio incluye esfuerzos por racionalizar el crecimiento del gasto y aumentar los ingresos, que permitan restaurar la viabilidad de las finanzas públicas y mantener la sostenibilidad externa. De otra parte, los resultados fiscales tienen una estrecha relación con aspectos financieros, en particular con el comportamiento de los mercados de crédito y de dinero en la economía. Ello se debe a que el balance fiscal determina los requerimientos de endeudamiento público y, específicamente, las necesidades de endeudamiento con el sector bancario y privado de la economía. De esta manera, aparte de contribuir a la viabilidad externa, el ajuste fiscal permite un mayor espacio de financiamiento para el consumo y la inversión privada, que estimulen su crecimiento y contribuyan a la recuperación de la actividad económica.

Una segunda área de política es la *dimensión monetaria del manejo macroeconómico*. Esta área del programa de ajuste destaca la importancia del vínculo que existe entre la expansión de la oferta de dinero y del crédito interno de un lado, con el gasto agregado y el ingreso del otro. En otras palabras, resalta el hecho de que una discrepancia entre la oferta y la demanda de dinero (desequilibrio monetario) tiene como contrapartida un desequilibrio entre el gasto y el ingreso (desequilibrio en el mercado de bienes). La preservación de una relación estable entre gasto e ingreso requiere en consecuencia una expansión del dinero primario en línea con la senda prevista de saldos monetarios deseados

en la economía. Esta es la consideración que está detrás del énfasis que un programa de ajuste pone en los límites a la expansión del crédito interno neto del Banco de la República.

La *dimensión financiera del manejo macroeconómico* hace parte de un programa de ajuste, por cuanto un sector financiero sólido y eficiente es un requisito esencial para permitir la movilización del ahorro interno entre sectores superavitarios y deficitarios en una economía. Fallas en el proceso de intermediación originadas en la debilidad de las instituciones financieras, contribuyen a generar tendencias recesivas en la actividad económica, como es el caso del fenómeno de "*credit crunch*" o estrangulamiento del crédito. De allí que un programa de ajuste que busque una recuperación de la actividad económica, debe hacer esfuerzos por reestructurar y consolidar el sistema financiero, cuando este así lo requiera.

En cuarto lugar, la consistencia requiere que tanto la política fiscal como la monetaria se complementen con una estrategia apropiada de manejo de activos y pasivos en el exterior. Esta es la *dimensión sobre el financiamiento externo*, que incluye deuda externa, inversión extranjera y privatizaciones. La importancia de esta política se deriva de la influencia directa que puede tener sobre el equilibrio entre gastos e ingresos, y sobre la sustituibilidad que existe entre crédito externo y crédito interno. En esencia, un aspecto central del manejo macroeconómico, es que el flujo total de recursos financieros (interno y externo) de la economía, sea compatible con un patrón sostenible de gastos e ingresos que evite una expansión de la demanda agregada que desborde la capacidad productiva de la economía. En un programa de ajuste esta restricción se puede manifestar en topes explícitos al endeudamiento público en el exterior.

Además de reunir las características señaladas, un programa de ajuste de esta naturaleza requiere contar con un respaldo internacional que contribuya a incrementar su credibilidad, para generar un clima de confianza que a nivel interno facilite llevar a cabo las políticas de ajuste, y que a nivel externo permita un mayor acceso a los mercados internacionales de capital.

Conscientes de la necesidad de adelantar un ajuste macroeconómico que contara con credibilidad nacional e internacional, el Gobierno Nacional y la Junta Directiva del Banco de República diseñaron en julio de

1999 un programa de ajuste que posteriormente recibió el aval del Fondo Monetario Internacional (FMI) a través de un acuerdo suscrito el 20 de diciembre de 1999. Se trata de una de las decisiones más importantes de política económica que el país haya adoptado durante los últimos años. Por esa razón se considera pertinente en este Informe explicar al Honorable Congreso de la República la necesidad de adelantar este programa, sus principales características y los beneficios económicos que el país puede esperar al darle cumplimiento al mismo.

La necesidad de adelantar un programa de ajuste debe ser entendida como una consecuencia inevitable de los desequilibrios macroeconómicos que comenzaron a gestarse en la economía colombiana desde principios de la década de los 90. La literatura económica ha mostrado que los países con mayores desequilibrios macroeconómicos inevitablemente se verán más afectados por los choques externos. Colombia no ha sido la excepción. Durante el año 1998 cuando se hicieron sentir los efectos de la crisis asiática en América Latina, agravada posteriormente con la declaración de moratoria de pagos de la deuda externa rusa y sus repercusiones sobre la economía brasilera, los síntomas de contagio sobre la economía colombiana se hicieron evidentes. Un primer efecto de la crisis externa fue la reducción significativa de los flujos de capital hacia el país, lo cual se manifestó en una caída de la cuenta de capital de la balanza de pagos de US\$7,092 millones (m) en 1997 a US\$4,454 m en 1998, y a sólo US\$462 m en 1999. Esto explicó en parte la caída de las reservas internacionales en US\$1,390 m durante 1998 y en US\$331 m en 1999 (Cuadro 1).

Cuadro 1
Balanza de pagos y reservas internacionales
(Millones de dólares)

	1997	1998	1999
Cuenta corriente	(5,957)	(5,293)	(1,252)
Cuenta de capital y financiera	7,092	4,454	462
Errores y omisiones	(857)	(551)	459
Saldo de reservas internacionales brutas	9,908	8,740	8,103
Cambio en reservas 1/	277	(1,390)	(331)

1/ El cambio reportado en reservas no coincide con la variación del saldo de las mismas, puesto que se excluyen las variaciones de las reservas internacionales ocasionadas por la diferencia entre el dólar y otras monedas y por los cambios en valoración por tasas de interés.
Fuente: Banco de la República.

Si la economía colombiana hubiera estado libre de desequilibrios macroeconómicos fundamentales como los ya señalados, la reducción del flujo de financiamiento externo de los años 1998 y 1999 seguramente no habría generado tantos contratiempos. De hecho, el saldo de reservas internacionales superaba en cada año los US\$8,000 m -equivalente a algo más de 5 meses de importaciones de bienes y servicios- lo que, visto en términos históricos, ofrecía un margen más que suficiente para atender las obligaciones externas. No obstante, el mercado no lo juzgó de esa manera. Desde los primeros meses de 1998 comenzó a producirse un creciente nerviosismo en el mercado cambiario, que se manifestó en una fuerte presión en contra del peso.

Como se explicó en el Informe adicional al Congreso de octubre de 1999, en una primera instancia la Junta Directiva del Banco de la República enfrentó los recurrentes ataques cambiarios mediante una estrategia que combinaba la intervención en el mercado cambiario mediante venta de divisas, la contracción monetaria por caídas en reservas internacionales y el incremento de la franja de intervención de la tasa de interés. Posteriormente, reconociendo que el deterioro en los términos de intercambio y el endurecimiento de los mercados internacionales de capital habían incrementado la tasa de cambio de equilibrio, la Junta Directiva del Banco de la República decidió desplazar hacia arriba en dos oportunidades la banda cambiaria -septiembre de 1998 y junio de 1999- anunciando simultáneamente el programa macroeconómico para el siguiente año.

Aunque con esta estrategia se logró disminuir temporalmente la presión sobre el peso, finalmente pudo observarse que los efectos de las medidas, en cuanto a devolverle tranquilidad al mercado cambiario, no tenían carácter duradero. Mientras persistieran desequilibrios en el frente fiscal y externo, aunados a la fragilidad del sistema financiero y al desbalance de responsabilidades entre las políticas monetaria y fiscal, los mercados de capitales interno y externo continuarían escépticos acerca de la viabilidad de la posición externa de la economía colombiana a mediano plazo. La recurrencia de los ataques contra el peso mostraba que los programas macroeconómicos, cuyos anuncios acompañaron las decisiones de desplazamiento de la banda cambiaria, habían perdido credibilidad, en vista de que el desempeño económico de los años 1998 y 1999 difería significativamente de lo previsto.

Ante estas circunstancias se hizo evidente que, para recuperar la estabilidad cambiaria, era indispensable profundizar el programa de ajuste

macroeconómico de tal manera que, con el aval del FMI, ganara mayor credibilidad nacional e internacional para garantizar el acceso a los mercados internacionales de capital. A su vez, esto permitirá consolidar los progresos alcanzados en cuanto a reducción de las tasas de interés e inflación. Este programa ofrece un blindaje que asegura la consistencia macroeconómica de las metas comprometidas, y determina las pautas del esfuerzo de ajuste por un lapso de tres años. Adicionalmente, contribuye a despejar los temores en cuanto a la sostenibilidad de la posición externa del país, al permitir un mayor acceso a los recursos de la banca multilateral y ofrecer un apoyo a la balanza de pagos de aproximadamente US\$2,700 m, que el país podrá desembolsar, si lo juzga necesario, a medida que se cumplan las metas de ajuste establecidas.

La contribución del programa a la recuperación de la credibilidad en el manejo macroeconómico se refleja, en primer lugar, en el comportamiento de la tasa de cambio, la cual en el esquema de flotación, adoptado en septiembre de 1999, se ha mantenido relativamente estable. De esta manera el proceso de flotación de la tasa de cambio en Colombia ha sido similar al que se produjo en Brasil y Chile, pero con menores volatilidades gracias a la recuperación cambiaria observada desde mediados de 1997. Un segundo síntoma de mayor credibilidad lo constituye la tendencia decreciente de los márgenes de costo (*spreads*) de la deuda pública externa (Gráfico 1). Finalmente, la mayor credibilidad ha permitido un renovado acceso a los mercados externos de capital, que ha hecho posible la colocación de bonos de deuda externa en noviembre de 1999 y en febrero de 2000, por US\$500 m y US\$750 m, respectivamente.

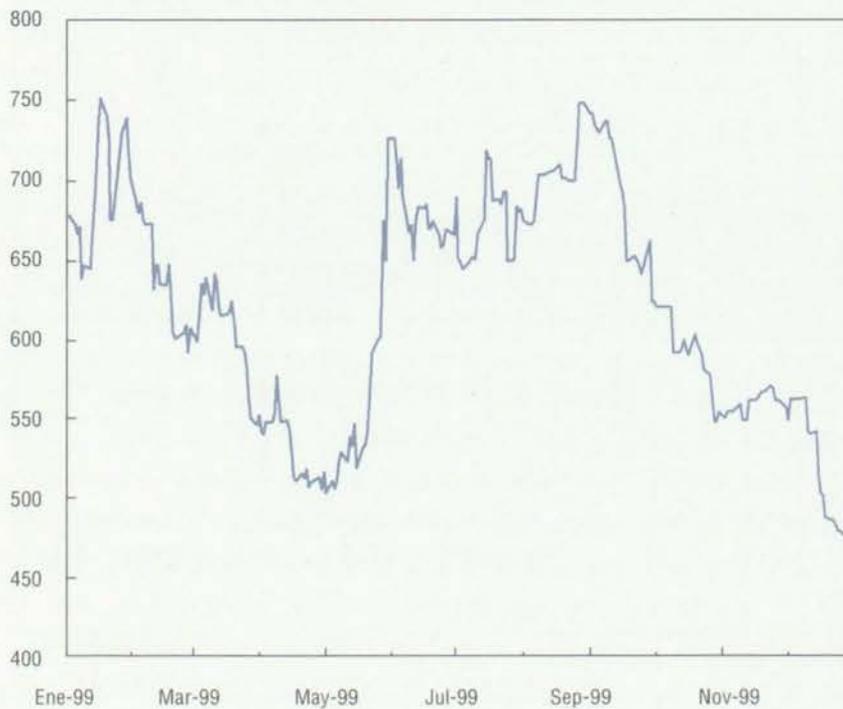
B. Objetivos y resultados esperados

El programa de ajuste macroeconómico acordado con el FMI, para el período 1999-2002, tiene como objetivos fundamentales los siguientes: i) situar la economía en una senda de crecimiento económico alto y sostenible que contribuya a aumentar el nivel de empleo; ii) continuar el proceso de reducción de la inflación; iii) alcanzar una posición externa sostenible, y iv) reducir la pobreza. El logro de estos objetivos depende crucialmente de la reducción del déficit fiscal; del mantenimiento de la disciplina monetaria; de una política de financiamiento externa compatible con el ajuste; de la reestructuración del sector financiero y de la continuación de las reformas estructurales planeadas por el Gobierno. A continuación, se discute brevemente cada uno de estos objetivos y políticas.

Gráfico 1

Costo de la deuda pública externa en 1999

(Puntos básicos por encima de las letras del Tesoro a 30 años)

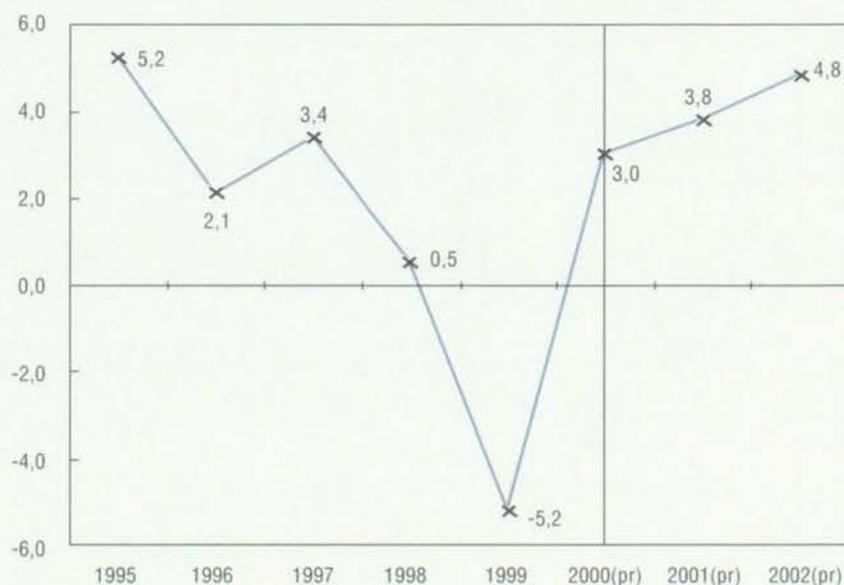


Fuente: Banco de la República.

El crecimiento económico comenzó a debilitarse hacia mediados de la década de los 90, como resultado de un amplio conjunto de razones, entre las que se destacan el impacto de choques externos adversos, el fin de la burbuja especulativa que desinfló los precios de la finca raíz, la intensificación del conflicto armado interno, la incertidumbre política y los crecientes desequilibrios fiscales que han impuesto una pesada carga a las políticas monetaria y cambiaria. Como se discute en la sección V de este Informe, los resultados económicos de 1999 fueron muy pobres: la producción se contrajo aproximadamente 5,2% y la tasa de desempleo llegó al 18,1%. Las políticas contenidas en el programa de ajuste buscan restablecer el crecimiento del PIB real en el año 2000 al 3%, e incrementarlo a cerca del 4,8% para el año 2002 (Gráfico 2).

El programa de ajuste considera que la política macroeconómica a seguir permitirá continuar reduciendo la inflación hasta una tasa de 6% en el año 2002 (Gráfico 3). La menor inflación prevista disminuirá las

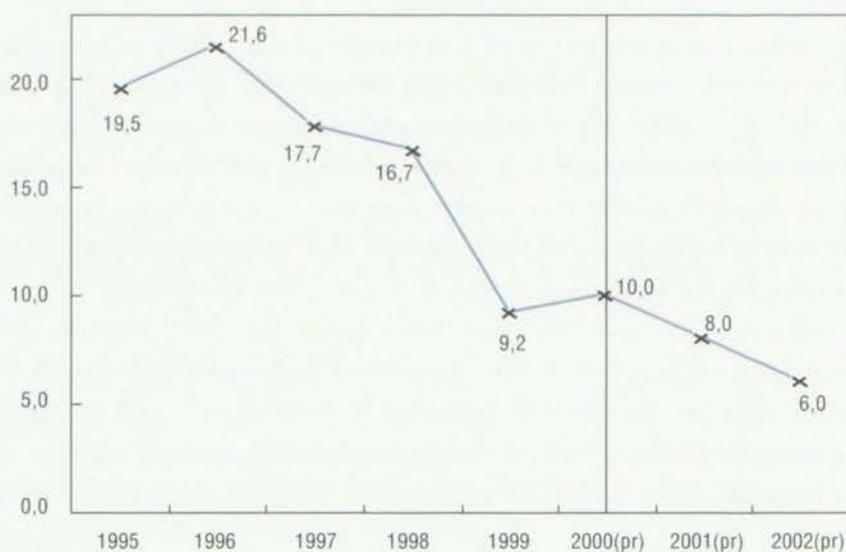
Gráfico 2
Crecimiento anual del producto real (1995-2002)
 (Porcentaje)



(pr) Preliminar.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público - Dirección de Política Macroeconómica y Departamento Nacional de Planeación (DNP) - Umacro.

Gráfico 3
Tasa de inflación anual (1995-2002)
 (Porcentaje)

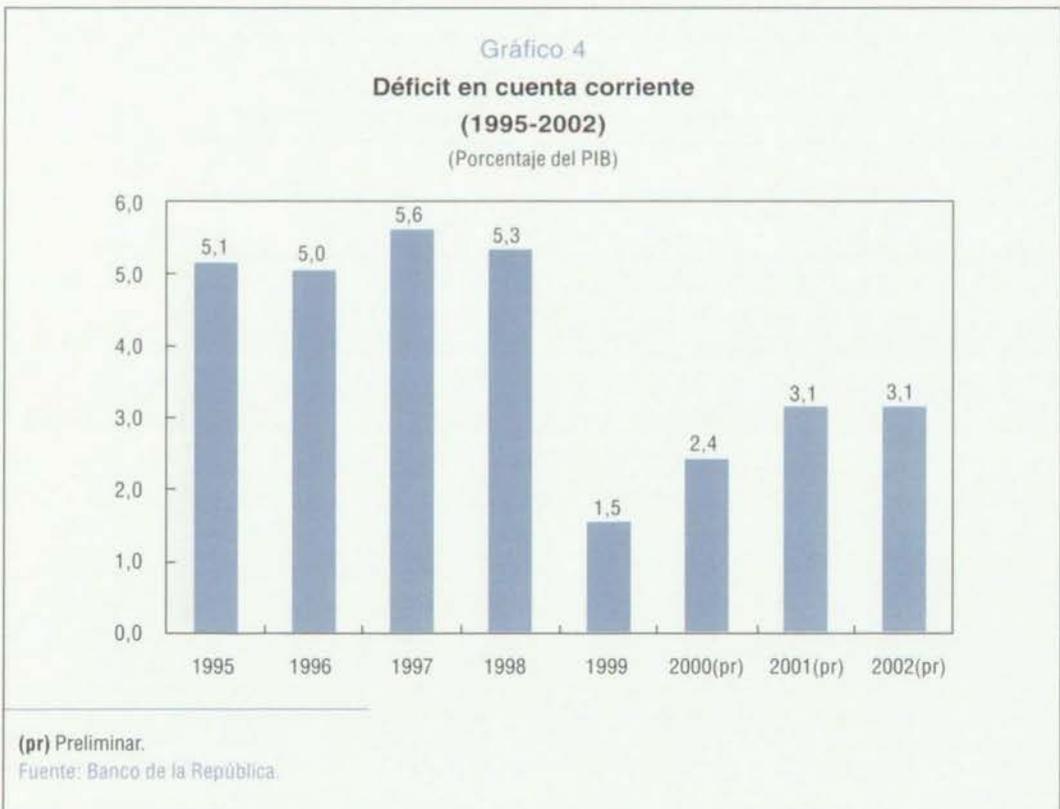


(pr) Preliminar.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y cálculos del Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE).

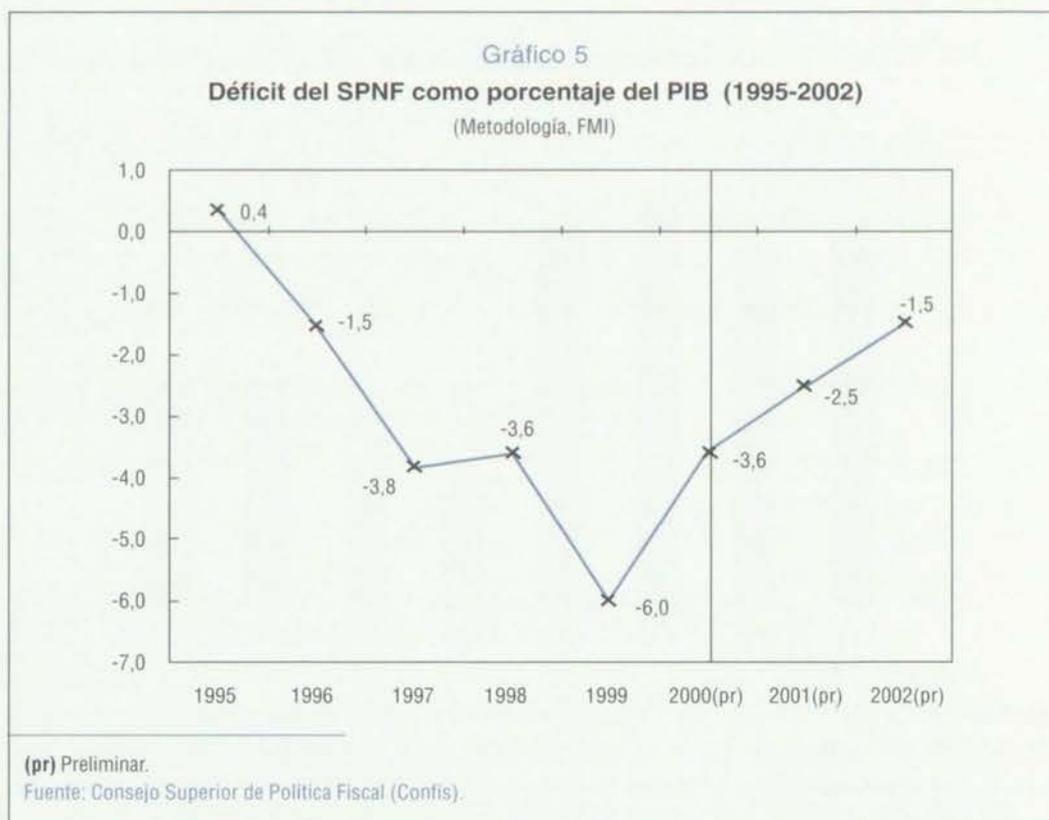
distorsiones de la economía, aumentará la eficiencia en la asignación de recursos y reducirá los efectos redistributivos indeseables resultantes de altas inflaciones, lo cual contribuirá a incrementar la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía y a mejorar el bienestar de la población.

Hasta el año 1998, el déficit de la cuenta corriente venía incrementándose de manera preocupante, inducido principalmente por el creciente desequilibrio fiscal y por la drástica caída del ahorro privado. Aunque entre 1998 y 1999 dicho déficit disminuyó de 5,3% a 1,5% del PIB, como resultado, entre otras cosas, de una caída de 26,8% de las importaciones, es necesario adoptar políticas para impedir que el desequilibrio externo vuelva a surgir cuando la actividad económica se recupere. El programa de ajuste prevé un déficit de cuenta corriente de 2,4% del PIB en el año 2000 y de alrededor del 3% del PIB en los años 2001 y 2002 (Gráfico 4), que son niveles que se consideran sostenibles a través de financiamiento de mediano y largo plazo, y de inversión extranjera directa, que ha sido proyectada de manera conservadora en el programa.



La búsqueda del crecimiento económico sostenido con una inflación decreciente constituye parte central de los esfuerzos para reducir la pobreza. Con el fin de reforzar aún más este objetivo se ha previsto el fortalecimiento de los programas que componen la red de apoyo social, con el respaldo de agencias multilaterales y donantes. Tales programas se han diseñado para que sean efectivos en términos de costos y consistentes con el programa fiscal, enfocándose hacia la asistencia directa a los miembros más vulnerables de la sociedad, como las mujeres y los niños, y hacia la inversión en infraestructura que estimule la creación de nuevas oportunidades de empleo. Considerando dichos programas, así como al gasto en salud y educación, el Gobierno Nacional prevé que la participación del gasto social en el gasto total será incrementada durante el período del programa.

Una condición esencial para el éxito del programa de ajuste consiste en alcanzar en el mediano plazo una reducción sustancial y sostenida del déficit fiscal. A este respecto, el programa propone reducir el déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) desde 6,3% del PIB que se preveía para 1999 a 1,5% en 2002, después de tener en cuenta los gastos adicionales en programas sociales (Gráfico 5)².



Ayudado por la recuperación de la actividad económica, el Gobierno Nacional se propone alcanzar el ajuste fiscal a través de una Ley de Modernización Tributaria que propone una rebaja en la tarifa del impuesto a la renta y medidas para optimizar la recaudación, la reducción de la evasión, la elusión, y la morosidad tributaria; la continuación del programa de fortalecimiento de la administración tributaria; una reforma constitucional para modificar el régimen de transferencias territoriales y una ley para asegurar la sostenibilidad financiera del sistema de seguridad social. La reducción programada del déficit fiscal permitirá estabilizar la deuda pública en 35% del PIB durante el período del programa. El uso del financiamiento interno por parte del sector público se reducirá a fin de ayudar a proveer recursos para la recuperación de la actividad en el sector privado. El programa fiscal para 1999 y el año 2000 será monitoreado trimestralmente a través de un tope para el déficit combinado del sector público³.

La disciplina monetaria, señalada como segundo requisito para alcanzar los objetivos propuestos, tendrá el propósito de cumplir con las metas de inflación del programa, a lo cual también contribuirá la credibilidad de la política macroeconómica, las menores expectativas de inflación y la austeridad fiscal. Con la consolidación fiscal y el restablecimiento de la confianza, la carga sobre la política monetaria se reducirá, con lo cual se espera que habrá recursos adicionales de crédito para apoyar la recuperación de la actividad del sector privado sin presión sobre las tasas de interés. La conducción de la política monetaria actualmente continúa utilizando el crecimiento de la base monetaria como meta intermedia de la política, en el cual el corredor de la base monetaria se determina anualmente para lograr la meta de inflación. Sin embargo, el Banco de la República ha venido estudiando de tiempo atrás un esquema directo de metas de inflación como marco para su política monetaria, y para este propósito ha trabajado en un indicador de inflación básica, en procedimientos más efectivos de predicción de la inflación y en un análisis de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

En el contexto de un régimen de libre flotación del peso adoptado en septiembre de 1999, se espera que la economía colombiana logre absorber de mejor forma los choques externos, facilitando la conducción de la política monetaria. La intervención del Banco de la República en el frente cambiario se limitará a mantener en orden las condiciones del mercado, suavizando los movimientos de corto plazo en la tasa de cam-

bio nominal, de forma consistente con las proyecciones del programa para las reservas internacionales netas. El programa monetario para el año 2000 será monitoreado a través de topes máximos trimestrales sobre los activos internos netos y de topes mínimos sobre las reservas internacionales netas del Banco de la República.

La solución de los problemas del sector financiero es un requisito indispensable para promover una rápida recuperación de la actividad económica. Las dificultades de este sector se han manifestado en un incremento de la participación de la cartera vencida de los intermediarios financieros en el total de la cartera bruta -del 10,8% a diciembre de 1998 a 14,2% a diciembre de 1999-; en grandes pérdidas -que alcanzaron \$2,7 billones en 1999- y en un significativo deterioro de la solvencia. Con el apoyo del Congreso de la República, el Gobierno Nacional y Fogafin han venido tomando numerosas medidas para enfrentar el debilitamiento del sector financiero, entre las que se cuentan los apoyos a las instituciones insolventes, en particular las cooperativas financieras y los bancos públicos, así como la asistencia a los deudores hipotecarios. Igualmente se han introducido programas para recapitalizar las instituciones financieras privadas con el apoyo de créditos de Fogafin. Se ha avanzado también en el desmonte de instituciones financieras públicas no viables, en la reestructuración de la deuda hipotecaria y cooperativa, y en el fortalecimiento de la regulación bancaria. El progreso de la estrategia de reestructuración del sector financiero y la privatización de los bancos públicos se está monitoreando en las revisiones semestrales del programa.

La política de financiamiento externo debe ser compatible con el propósito de mantener un equilibrio entre gastos e ingresos. La deuda externa total colombiana sigue siendo manejable, pero ha aumentado significativamente en los años recientes, del 27,4% del PIB en 1994 a 36% en 1998 y un estimativo de 42% del PIB⁴ en 1999. En parte, este aumento se explica por el mayor valor en pesos de la deuda externa debido a la devaluación y a la contracción real del producto en el último año. Bajo el programa, las autoridades buscan estabilizar la deuda en alrededor del 43-44 por ciento del PIB. La deuda externa pública de Colombia será controlada a través de límites trimestrales sobre su desembolso neto y el monto de las garantías provistas por el sector público para la deuda externa privada.

Finalmente, el éxito de las reformas estructurales contempladas en el programa de ajuste constituye un requisito crucial para el logro de los objetivos propuestos. Con la colaboración del Congreso, ya se han hecho avances significativos en la discusión de las principales reformas (Cuadro 2). Ellas permitirán generar ingresos de carácter permanente, imprimir mayor flexibilidad al gasto público, y obtener ahorros por sumas importantes, lo cual, a diferencia de recortes coyunturales del gasto público, se reflejarán en un saneamiento permanente y sostenible de las finanzas públicas. En el año 1999 lograron convertirse en Ley de la República reformas como el Fondo del Pasivo Pensional Territorial, la Ley de Intervención Económica, la Ley de Vivienda y el Presupuesto Nacional para el año 2000 que adecúa el gasto a sus posibilidades de financiamiento. La discusión de otros proyectos, como el de racionalización del gasto de las entidades territoriales y el de juegos de suerte y azar, también ha tenido avances. Están pendientes de trámite reformas cruciales como el Acto Legislativo que modifica el régimen de transferencias territoriales, la Ley de modernización tributaria y la reforma a la Ley 100 de 1993.

Cuadro 2
Agenda legislativa, 1999-2000

	Presentación al Congreso	Cámara		Senado		Promulgación
		Comisión	Plenaria	Comisión	Plenaria	
Vivienda	Oct. 99					Ley 546, Dic. 99
Presupuesto del año 2000	Jul. 99					Ley 547, Dic. 99
Fondo del pasivo pensional territorial	Ago. 99					Ley 549, Dic. 99
Intervención económica	Oct. 99					Ley 550, Dic. 99
Racionalización gasto Ent. territoriales	Nov. 99					
Juegos de suerte y azar	Ago. 99					
Transferencias a Ent. territoriales (*)	Nov. 99					
Ley 100	Mar. 00					
Ley de modernización tributaria	Mar. 00					

(*) Reforma constitucional.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

IMPORTANCIA DEL AJUSTE FISCAL PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Cuando la economía de un país se mueve hacia un ambiente de plena movilidad de capitales, la política económica debe diseñarse teniendo en cuenta que el esfuerzo de control, derivado del flujo de dichos capitales, no debe recaer de manera exclusiva sobre los instrumentos monetarios y cambiarios. En ese sentido, es necesario señalar que la política fiscal debe jugar un papel compensatorio muy importante tanto en los momentos de entrada como de salida súbita de capitales. En los dos casos resulta necesaria la adopción de una política fiscal conservadora que minimice el efecto de los flujos de capital sobre el tipo de cambio o sobre la tasa de inflación y que brinde un mayor margen de maniobra a la política monetaria, la cual generalmente tiene que asumir el control cambiario a través de aumentos o disminuciones de la liquidez que se reflejan en el nivel de la tasa de interés. En los momentos de entradas de capital, se pueden producir dos tipos de efectos. Si el régimen es de tasa de cambio flotante se producirá una apreciación de la moneda. En este caso un ajuste fiscal podría contribuir a moderar el tamaño de la apreciación al reducir la presión sobre las tasas de interés. Si, por el contrario, el régimen es de tipo de cambio fijo, la entrada de capitales produce una expansión de la base monetaria, que obliga a la autoridad monetaria a esterilizar la entrada de divisas si quiere preservar la meta de inflación. En este caso un ajuste fiscal también sería necesario, pues contribuye a reducir el tamaño de la esterilización disminuyendo la presión sobre las tasas de interés y ahorrando al banco central un importante costo cuasifiscal. Así, pues, en los dos casos se requiere el ajuste fiscal.

De otro lado, en los momentos en los que se presentan salidas de capital, el ajuste fiscal reduce el nivel de absorción, con lo cual se evita una posible crisis de balanza de pagos y una depreciación abrupta del tipo de cambio. En general, se debe propender por el establecimiento de un marco fiscal lo suficientemente flexible como para acomodar los ingresos y los gastos del Gobierno a la situación impuesta por los flujos de capital, sin recargar el peso de las políticas de estabilización en los instrumentos monetarios. Uno de los mecanismos sugeridos por la teoría es el de ajustar las tasas impositivas y de reprogramar los gastos de inversión en aquellos proyectos ligados al movimiento de los capitales. De esta manera, en los períodos de salida de capital resulta prudente recortar el gasto público en bienes transables. Por el contrario, en los períodos de entrada de capitales es conveniente ajustar el gasto en bienes no transables para reducir las presiones inflacionarias.

META FINAL DE INFLACIÓN O *INFLATION TARGETING* (IT)

Desde hace algunos años, la política monetaria en Colombia ha adoptado varios elementos de la estrategia conocida como *Inflation Targeting* (IT) o "meta final de inflación". Dicha estrategia ha sido implantada en varios países como Nueva Zelanda, España, Reino Unido, Canadá, Suecia, Australia, Chile e Israel, con el fin de reducir tasas de inflación altas y persistentes, y mantenerlas en niveles bajos y estables.

El funcionamiento del esquema de IT supone el anuncio explícito de una meta final de inflación por parte del banco central. El establecimiento de esta meta obedece a la velocidad de desinflación considerada aceptable y factible por parte de la autoridad monetaria, tomando en cuenta el grado de inercia inflacionaria, la credibilidad y los rezagos de la política monetaria. El anuncio de la meta se convierte en el canal por el cual la autoridad monetaria le anuncia al público su principal objetivo. Si la meta es creíble, puede actuar como ancla nominal de las expectativas de inflación de los agentes y reducir significativamente los costos de reducir la inflación. En teoría, este proceso debe permitir que las reglas que conducen las acciones de la autoridad monetaria sean transparentes, al hacer que las desviaciones del pronóstico con respecto a la meta anunciada guíen explícitamente los cambios en la postura de la política monetaria¹.

Debido a que la inflación reacciona con un rezago ante cambios de la política monetaria, el banco central debe estar atento a las posibles modificaciones en los pronósticos de la inflación. Desviaciones de estos pronósticos respecto a la meta fijada deben alertar a la autoridad monetaria e inducirla a utilizar los instrumentos a su disposición para controlar las presiones inflacionarias. Son entonces los pronósticos de inflación, principalmente, los que determinan la función de reacción de la política monetaria, haciendo que ésta se vuelva restrictiva (expansiva) cuando los pronósticos de inflación se sitúan por encima (debajo) de la meta fijada. Adicionalmente, las autoridades monetarias incorporan otros tipos de información en su proceso de decisión (como, por ejemplo, los choques externos o de oferta), los cuales permiten identificar el origen y la duración de perturbaciones inflacionarias, y, por lo tanto, guiar variaciones en la postura de la política.

El éxito del esquema de IT requiere que se cumplan ciertas condiciones. Entre ellas, es necesario que la conducción de la política monetaria adquiera un alto grado de independencia. Igualmente, se requiere que la autoridad monetaria no subordine el cumplimiento de la meta de inflación al logro de otros objetivos (empleo, tasa de cambio, etc.), aunque obviamente tomando en cuenta estas variables para el diseño de la política monetaria. En Colombia, la Constitución de 1991 estableció la independencia del banco central y le asignó como objetivo la conservación del poder adquisitivo de la moneda.

Operativamente, en una estrategia de IT se deben definir los siguientes aspectos:

- **Índice de precios.** En algunos países se fijan metas de inflación respecto a índices que excluyen algunos productos cuyos precios son muy volátiles. De este modo, se

espera que dichos índices reflejen más precisamente la inflación de demanda, es decir, aquella que se relaciona estrechamente con la política monetaria. En Colombia se ha optado por fijar las metas de inflación en términos del IPC completo, por cuanto es el índice más conocido y comprendido por el público. No obstante, esta elección implica mayores dificultades a la hora de explicar desviaciones de la meta de inflación.

- **Horizonte de la meta de inflación.** La selección de este aspecto depende del rezago con el cual la política monetaria afecta la inflación. Si se escoge un horizonte demasiado corto, se dificulta el logro de metas ambiciosas, lo cual resulta en un proceso de desinflación excesivamente lento o en una situación donde la meta refleja un simple pronóstico de la inflación más que un compromiso fuerte de quien formula la política monetaria. En Colombia, la primera meta de inflación se anunció para el año de 1991 y, desde 1992, la ley establece que el Banco de la República debe fijar metas anuales de inflación. Hasta 1997, dichas metas se anunciaron al final del año anterior al de aplicación, pero, desde 1998, el anuncio se ha efectuado hasta con 18 meses de anticipación.
- **Tipo de meta.** Las metas de inflación pueden ser puntuales o de intervalos. La experiencia internacional es variada en torno a este aspecto. Sin embargo, se considera que una meta puntual suministra mejor guía para la formación de expectativas, especialmente en un ambiente de baja credibilidad, donde el anuncio de un rango puede inducir a los agentes económicos a considerar el límite superior del mismo como la meta efectiva. En Colombia siempre se han formulado metas puntuales.
- **Velocidad de la desinflación y definición de la meta.** Como se mencionó anteriormente, la velocidad de la desinflación debe considerar el grado de inercia inflacionaria, la credibilidad y los rezagos de la política monetaria. En Colombia la definición de la meta de inflación se efectúa mediante tres tipos de tareas técnicas: i) una evaluación detallada de las presiones inflacionarias que existen en el corto y mediano plazo; ii) proyecciones de inflación utilizando modelos econométricos, y iii) un ejercicio de programación financiera en la tradición del FMI, en el cual se evalúa la coherencia de las políticas monetaria y fiscal en términos del logro de la meta de inflación, dados unos supuestos sobre otras variables macroeconómicas, como, por ejemplo, el crecimiento del producto, la tasa de cambio real, etc.
- **Metas intermedias.** En Colombia se acompaña la meta final de inflación con una meta intermedia de base monetaria. En la medida en que la inflación ha sufrido un quiebre importante en los últimos años, la precisión de las proyecciones de inflación y el conocimiento sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria están sujetos a cierto grado de incertidumbre. En este contexto, para guiar la política monetaria en el corto plazo, se recurre a una meta intermedia sobre un agregado monetario que tiene dos características indispensables: i) una relación estable de largo plazo con la meta final, y ii) es controlable por la autoridad monetaria. Distintas evaluaciones del Banco de la República muestran que la base monetaria es el agregado más indicado en estos términos. No obstante, se subordina explícitamente la meta intermedia de base a la meta final de inflación.

- **Monitoreo, transparencia y señales.** En una estrategia de IT, la explicación de la política monetaria a los agentes económicos es crucial, por cuanto la efectividad de la política depende en buena parte de su impacto sobre las expectativas de inflación. En Colombia, el equipo técnico del Banco de la República lleva a cabo un seguimiento permanente de las variables monetarias, y una completa evaluación mensual de las presiones inflacionarias, a través de un "Informe sobre Inflación" similar al que se produce en países donde opera el esquema de IT. Este informe se ha producido desde 1993 e incluye actualmente una descripción del comportamiento de la inflación del IPC, el IPP y la llamada inflación "básica" o de demanda, una evaluación de las presiones de oferta y demanda agregadas, una reseña sobre las perspectivas del entorno internacional, una sección de proyecciones de inflación y una conclusión general sobre la situación de la inflación. La Junta Directiva del Banco de la República toma decisiones sobre la postura de la política monetaria con base en este Informe y el seguimiento de las variables monetarias. Estas decisiones se comunican y explican mediante la publicación trimestral del Informe sobre Inflación (desde 1998) y la emisión de comunicados de prensa. Igualmente, la Junta publica su evaluación de la economía y las perspectivas de la política monetaria en dos Informes que rinde ante el Congreso de la República, anualmente.

En conclusión, desde hace ya algunos años, varios elementos de la estrategia de IT han venido operando en Colombia. En términos generales, el éxito de la estrategia de IT en el país durante los próximos años depende del cumplimiento de dos condiciones: por una parte, es indispensable que los objetivos de política fiscal no interfieran en las decisiones de política monetaria y que la financiación del gasto público no dependa excesivamente del señoraje. Esto se logrará mediante la consolidación fiscal resultante del programa de ajuste emprendido por el Gobierno. En segundo lugar, resulta clave contar con un sistema financiero sólido que minimice la fragilidad financiera de la economía y permita al banco central concentrarse en alcanzar sus metas de inflación. Desde el punto de vista operativo, hacia el futuro el Banco de la República podría moverse hacia un esquema de IT más sencillo que el actual, en el cual se prescindiera de metas intermedias distintas del pronóstico mismo de la inflación. Para ello es necesario que mejore la capacidad de predicción de la inflación y el conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

¹ La literatura sobre el tema reconoce dos modalidades de régimen de IT: el régimen "estricto" y el "flexible". Bajo un régimen de IT "estricto" la autoridad monetaria fija todos sus esfuerzos en cumplir la meta anunciada y cualquier desviación del pronóstico de inflación es corregida rápidamente, sin importar qué suceda con otras variables. Por el contrario, bajo un esquema de IT "flexible", la autoridad monetaria tiene en cuenta otros objetivos, como la estabilidad del producto y la tasa de cambio real, y ante cualquier desviación del pronóstico de inflación de la meta establecida, la autoridad reacciona de manera más gradual para retornarla a su meta, intentando afectar en lo menos posible los otros objetivos.

III. LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

El año 1999 se inició con un mercado monetario y cambiario en calma, una tendencia decreciente de las tasas de interés tanto nominales como reales, y un nivel estable de reservas internacionales. Este comportamiento marcaba un importante contraste con la inestabilidad cambiaria y la volatilidad de las tasas de interés observadas durante la mayor parte de 1998. La modificación en la conducta de los mercados obedecía a la confianza que los agentes económicos habían depositado en el programa macroeconómico para 1999, anunciado por la Junta Directiva del Banco de la República a principios de septiembre de 1998. Entre las políticas contenidas en dicho programa, se destacaban la meta de inflación de 15% para el año 1999, el desplazamiento en nueve puntos hacia arriba de la banda cambiaria, y el compromiso del Gobierno Nacional de reducir a 2% del PIB el déficit consolidado del sector público. A este ambiente de estabilidad generado por la credibilidad en el programa macroeconómico, también contribuyeron las medidas para enfrentar la crisis del sistema financiero tomadas al amparo de la Emergencia Económica decretada en noviembre de 1998.

Aprovechando las condiciones favorables que ofrecía la recuperación de la confianza en el manejo macroeconómico, desde octubre de 1998 la Junta Directiva del Banco de la República comenzó a modificar el perfil de la política monetaria con el propósito de incrementar la liquidez de la economía y promover la reducción de las tasas de interés⁵. A partir de noviembre de 1998 la base monetaria retornó al interior del corredor, después de seis meses de estar por debajo del límite inferior⁶, en tanto que la tasa de interés interbancaria, al igual que la de captación (DTF) y colocación comenzaron a mostrar una reducción gradual y sostenida. Por su parte, la tasa de cambio nominal dejó de presionar el techo de la banda cambiaria, colocándose durante el primer trimestre de 1999 hacia el centro de la misma.

Los menores niveles de tasas de interés, la mayor devaluación real, la ausencia de presiones cambiarias, el ajuste fiscal programado y las medidas de apoyo al sistema financiero, que caracterizaron el final de 1998 y el inicio de 1999, permitían cierto optimismo sobre la recuperación económica. De esta forma, a pesar de que el crecimiento del producto había sido negativo durante los últimos dos trimestres de 1998, las proyecciones del Gobierno estimaban un crecimiento económico de 2% para 1999, que se esperaba fuera impulsado por un crecimiento de 7,3% en las exportaciones y de 1,8% en la inversión privada⁷.

El diseño de la política monetaria y cambiaria para 1999 a su vez era coherente con el esquema de recuperación económica previsto en las proyecciones del Gobierno. Puesto que en el contexto del ajuste fiscal, la dinámica de la demanda debía provenir de la inversión privada y de las exportaciones, para la autoridad económica resultaba clara la necesidad de suministrar una liquidez suficiente, que permitiera reducir significativamente la tasa de interés, y mantener el esquema de flexibilidad de la tasa de cambio, en un rango compatible con la meta de inflación establecida.

Sin embargo, por las razones que se discutirán a lo largo de este Informe, las principales proyecciones macroeconómicas elaboradas a mediados de 1998 no se cumplieron durante 1999. La economía no logró el crecimiento previsto; la inversión y el consumo privado decrecieron; el déficit del sector público no financiero aumentó y la tasa de inflación terminó por debajo de la meta establecida. A pesar de todo, los principales propósitos de la política monetaria se cumplieron, en cuanto fue posible obtener una reducción significativa de las tasas de inflación y de interés de la economía.

A. Política monetaria y crediticia

1. Principales lineamientos de política monetaria

La Junta Directiva del Banco de la República definió el corredor de la base monetaria, ajustándose a los criterios de la programación macroeconómica, el cual permitía en su punto medio un crecimiento de 23,6% al final del año 1999 con respecto a su valor observado al finalizar 1998. Este crecimiento resultaba superior en 8,3 puntos porcentuales al incremento previsto del PIB nominal (15,3%). El mayor crecimiento permitido en la base era consistente con la intención de la autoridad monetaria de aumentar el suministro de liquidez a la economía, y reducir la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo observada en 1998. Con el mismo propósito se estableció un corredor indicativo para el agregado M3 más bonos (M3B) que en su punto central determinaba un crecimiento de 26,2%, frente a su valor observado al finalizar 1998. Al igual que en el caso de la base monetaria, el crecimiento propuesto de M3B superaba significativamente el incremento previsto en el PIB nominal.

Como se mencionó en el Informe al Congreso de marzo de 1999, a principios de ese año comenzaron a operar una serie de medidas adoptadas a finales de 1998 encaminadas a lograr los objetivos señalados de

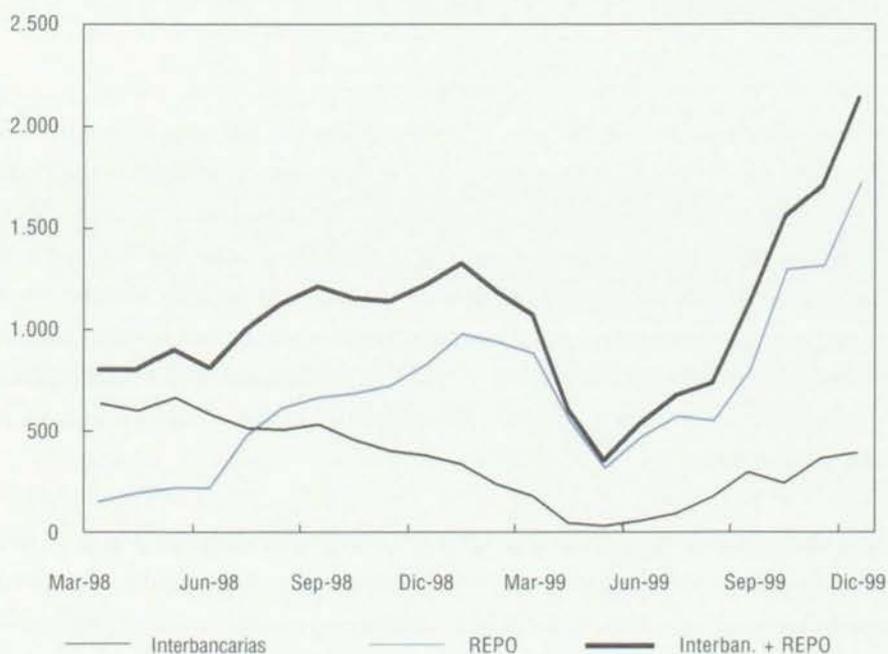
incrementar la liquidez y reducir la volatilidad de la tasa de interés interbancaria. En primer lugar, se dio acceso a una nueva modalidad de apoyo transitorio de liquidez para facilitar la obtención de recursos a las entidades. El primero de enero de 1999, se acogió lo ordenado por la Ley 31 de 1992, Orgánica del Banco de la República, la cual dispuso que a partir de esa fecha todas las operaciones de mercado abierto que realizara el Banco deberían hacerse con títulos de deuda pública. El Banco de la República dejó así de emitir títulos para regular la liquidez de la economía.

En segundo término, se modificó la forma del cálculo del apoyo de liquidez al sistema financiero que el Banco de la República otorga en su condición de prestamista de última instancia (Res. 26, 1998). Se hizo corresponder el valor de referencia del volumen de depósitos al promedio de los tres días de mayores depósitos durante los últimos 15 días anteriores al apoyo, cuando antes dicho valor era el promedio de los últimos 15 días. De esta manera se permitió a los intermediarios financieros tener acceso a un mayor volumen de recursos.

Con respecto a los encajes, a partir del mes de febrero de 1999 se amplió el rezago entre el período para el cual se hace el cálculo del encaje requerido y el momento en que las entidades financieras deben depositarlo (Res. 28, 1998). De esta manera se concedió más tiempo para obtener una estimación confiable de la reserva requerida, que permite que el sistema financiero y el Banco de la República tengan capacidad de respuesta y no se generen situaciones sorpresivas de iliquidez que introduzcan volatilidad a la tasa interbancaria. Adicionalmente, se unificó el período del encaje, suprimiendo el esquema que dividía las entidades financieras en dos grupos, cada uno de los cuales encajaba en una quincena diferente (Res. 28, 1998). Esto dificultaba la estimación de las necesidades de reserva del sistema. Su unificación ha permitido una mejor estimación de la demanda por base monetaria.

En el mes de marzo de 1999, la sentencia de la Corte Constitucional sobre la Emergencia Económica, aumentó y unificó a dos por mil el impuesto a las transacciones interbancarias. A raíz de ello, las magnitudes transadas en ese mercado descendieron desde \$400 miles de millones (mm) a \$60 mm por día (Gráfico 6). Como resultado de este descenso, la intervención del Banco de la República en el mercado monetario tuvo un incremento significativo, con lo cual se logró mantener el suministro de liquidez a corto plazo a las entidades financieras,

Gráfico 6
Transacciones por liquidez, saldo promedio mensual
 (Marzo de 1998-Diciembre de 1999)
 (Miles de millones de pesos)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

evitando los traumatismos que para el sistema financiero hubiera significado la virtual parálisis del mercado interbancario.

Hacia mediados del año se tomaron nuevas medidas para facilitar y flexibilizar el acceso a los recursos del Emisor. A principios de junio se amplió la modalidad del apoyo ordinario con el fin de establecer acceso automático a los establecimientos de crédito que presentaran defectos por incumplimiento de otra entidad (Res. 9, 1999). También se les permitió mantener los recursos de apoyo ordinario por un plazo continuo de 90 días cuando las operaciones de descuento y redescuento fueran respaldadas con cierto tipo de títulos admisibles. Para esto se creó un mecanismo de revisión previa de títulos admisibles para asegurar que, estando bien garantizados, los recursos de los apoyos de liquidez pudieran ser entregados ágilmente.

En julio 9, mediante la Resolución 13, la Junta Directiva amplió y reglamentó el acceso de los cupos de apoyo transitorio de liquidez hacia los

establecimientos de crédito cuya cartera hipotecaria denominada en UPAC ascendiera a más del 15% de su cartera total. Para tal efecto, se reglamentó el uso de contratos de descuento o redescuento de títulos valores de contenido crediticio representativos de cartera hipotecaria denominados en UPAC.

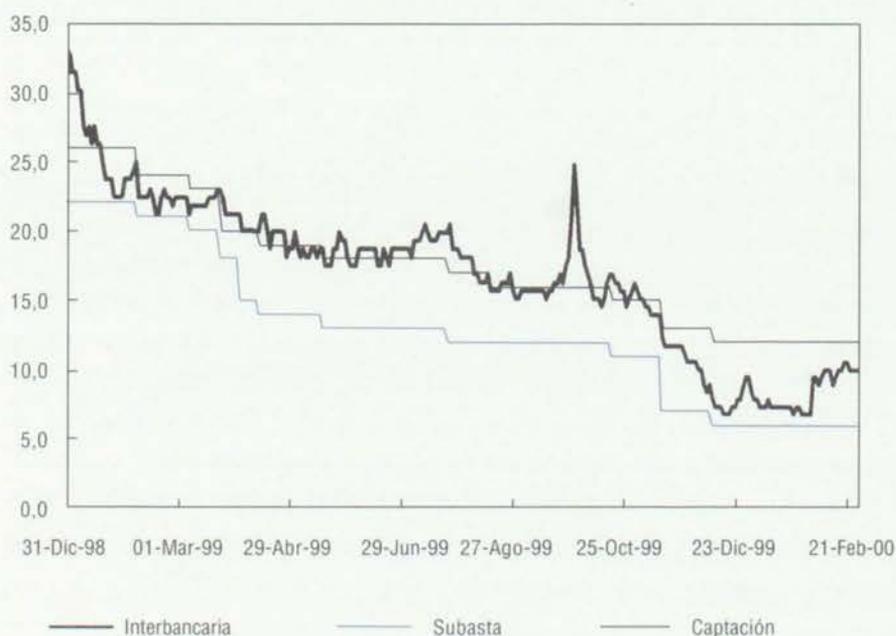
Con el objeto de irrigar más liquidez al sistema financiero y asegurar que esa liquidez fuera suficiente, a principios de agosto la Junta Directiva del Banco de la República decidió cerrar la ventanilla mediante la cual el Banco captaba recursos del sistema financiero a través de subastas. En ese momento tales recursos obtenían una tasa de 15%. El acceso de los intermediarios a la ventanilla de contracción sin límite se remuneró al 12%. De esta manera, al reducir en tres puntos la rentabilidad de quienes traían sus excesos de liquidez al Banco de la República, se buscó estimular mayores créditos de las entidades financieras al sector real de la economía.

En el mes de septiembre, mediante la Resolución 18, la Junta Directiva modificó los procedimientos vigentes mediante los cuales se otorgaba apoyos transitorios de liquidez a los establecimientos de crédito. Con el fin de simplificar y facilitar el acceso a estos recursos, se eliminó la distinción entre apoyos ordinarios y especial, la obligación por parte de los establecimientos de crédito de demostrar caída de depósitos para obtener los recursos del Emisor y las restricciones relacionadas con los mismos.

Junto con las medidas descritas para incrementar el suministro de liquidez, durante 1999 el Banco redujo en 10 ocasiones consecutivas las tasas de interés de la franja de intervención. A comienzos del año las tasas de captación de liquidez, la tasa REPO con cupo, y la tasa REPO sin límites por subasta se fijaron en 22%, 26% y 33%, respectivamente. Al final del año esas mismas tasas eran, en su orden, 6%, 12% y 18%. Esto contribuyó a reducir la tasa de interés de corto plazo de manera acorde y coherente con las señales de estabilidad cambiaria y el marcado descenso de la inflación y de las expectativas inflacionarias. Adicionalmente, como se observa en el Gráfico 7, se logró reducir de manera apreciable la volatilidad de la tasa interbancaria frente a su comportamiento en 1998, cumpliendo con el propósito planteado por la autoridad monetaria.

El incremento de la liquidez y la reducción de las tasas de intervención del Banco de la República, pronto se tradujo en una caída de las tasas

Gráfico 7
Tasa interbancaria y franja de intervención
(31 de diciembre de 1998-25 de febrero de 2000)
 (Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

de interés de captación y colocación a mayores plazos. Así la tasa DTF y la tasa de colocación alcanzaron en diciembre de 1999 niveles promedio de 16,1% y 26,4%, respectivamente, mostrando reducciones de 19,2 y 18,1 puntos porcentuales -equivalentes a 9,7 y a 8,6 puntos en términos reales- frente a los niveles observados en diciembre de 1998 (Gráficos 8 y 9). Este resultado daba cumplimiento a uno de los principales objetivos de política monetaria anunciados a principios del año.

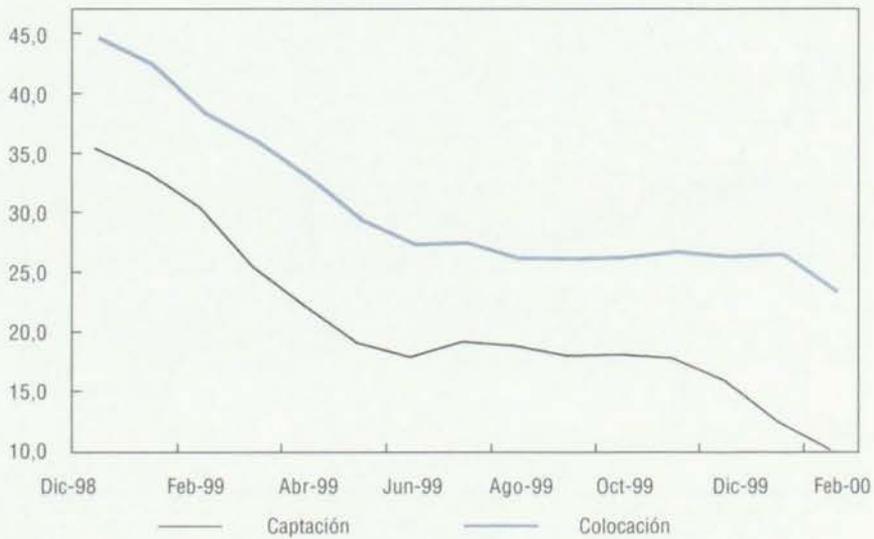
2. Agregados monetarios

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

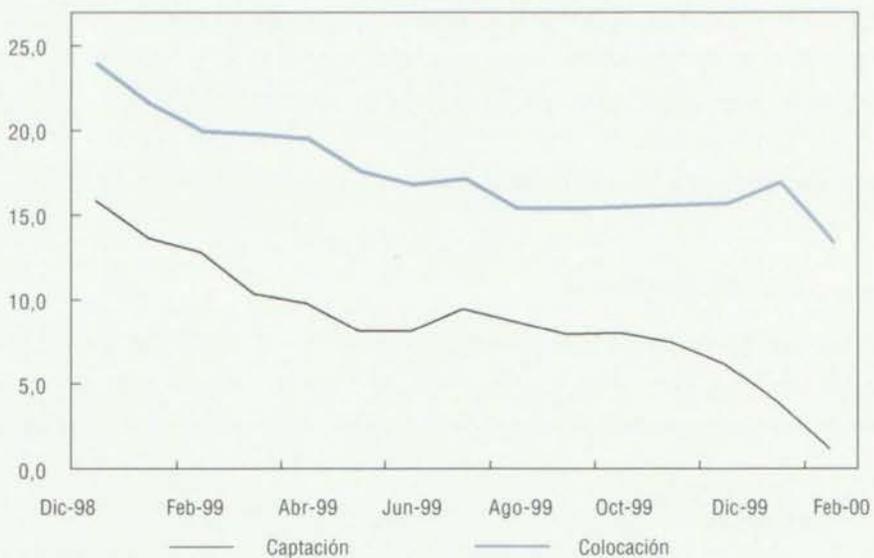
Durante la mayor parte del año la base monetaria se mantuvo alrededor del punto medio del corredor, excepto en los meses de agosto y

Gráfico 8
Tasa de interés nominal de captación y colocación
 (Diciembre de 1998-Febrero de 2000)
 (Porcentaje)



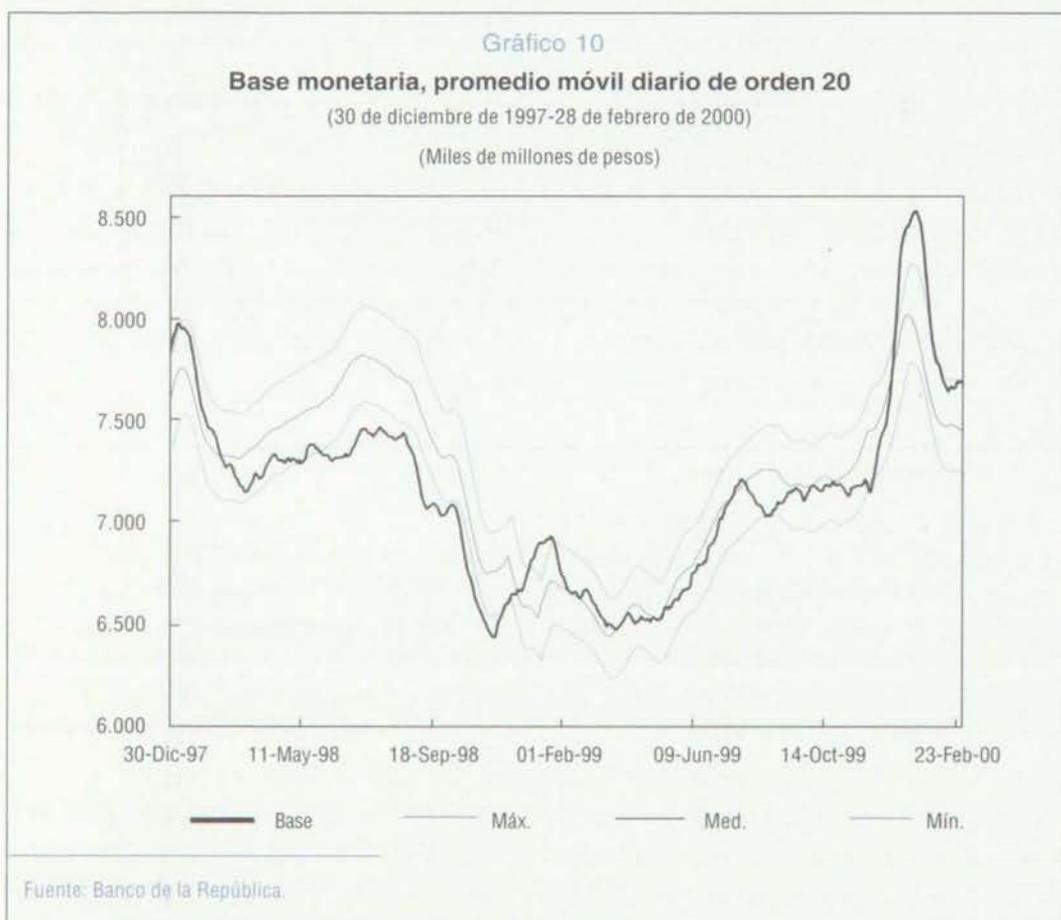
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Gráfico 9
Tasa de interés real de captación y colocación
 (Diciembre de 1998-Febrero de 2000)
 (Porcentaje)



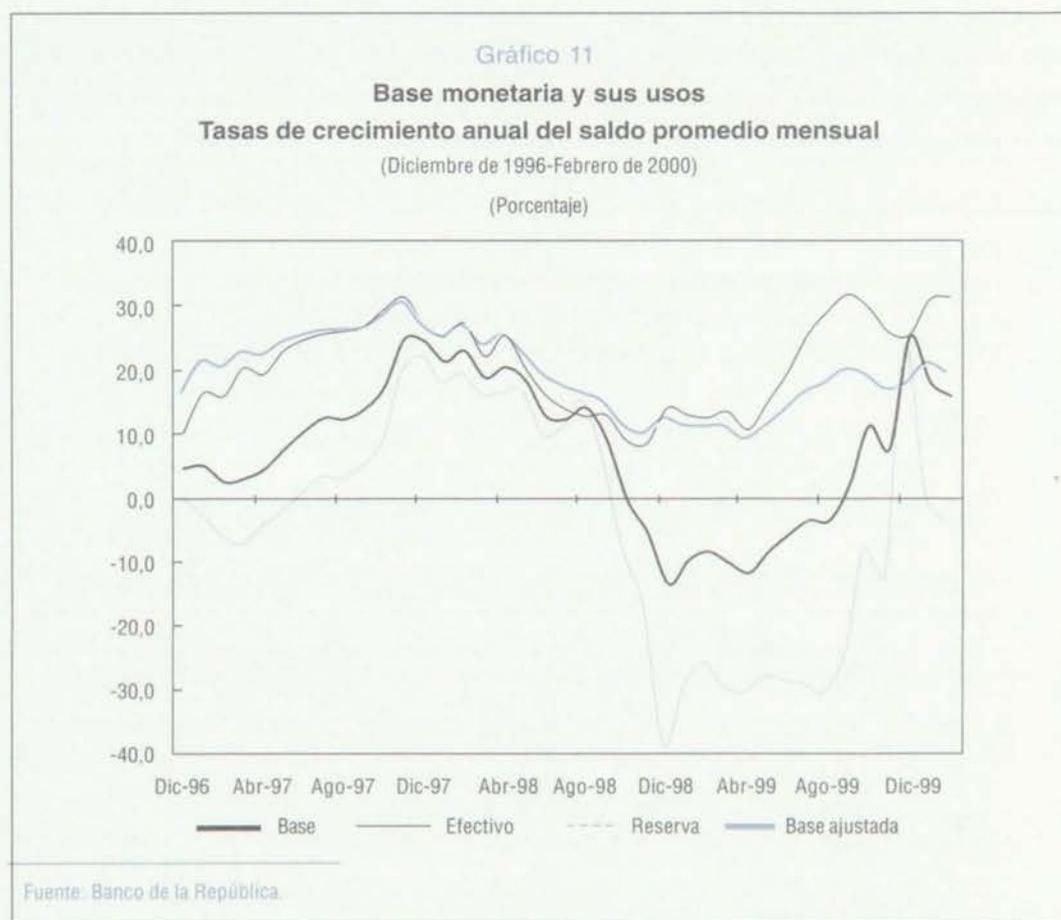
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

noviembre cuando transitoriamente se situó en la parte inferior y en el mes de diciembre cuando sobrepasó el límite superior. Ante las expectativas creadas por el cambio de milenio, 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 arriba del límite superior del corredor (Gráfico 10). Como resultado de ese comportamiento la base monetaria al 31 de diciembre se situó en \$9.737 mm, con una tasa de crecimiento durante el año completo de 40,6%. No obstante, como era previsible, esta mayor expansión se revirtió totalmente en los primeros días de enero, tan pronto cesaron los temores que había generado el cambio de milenio.



El Gráfico 11 muestra el ritmo de crecimiento del saldo promedio de la base monetaria a lo largo de 1999, el cual se eleva de -13,5% en diciembre de 1998 a 24,2% en el mismo mes de 1999. Desde el punto de vista de sus usos, este comportamiento se explica por las mayores ta-

tasas de crecimiento anual tanto del efectivo como de la reserva bancaria según se observa en el Gráfico 11. El repunte de la tasa de crecimiento del efectivo obedece, entre otras, a que los agentes económicos están utilizando más efectivo para evitar pagar el 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.



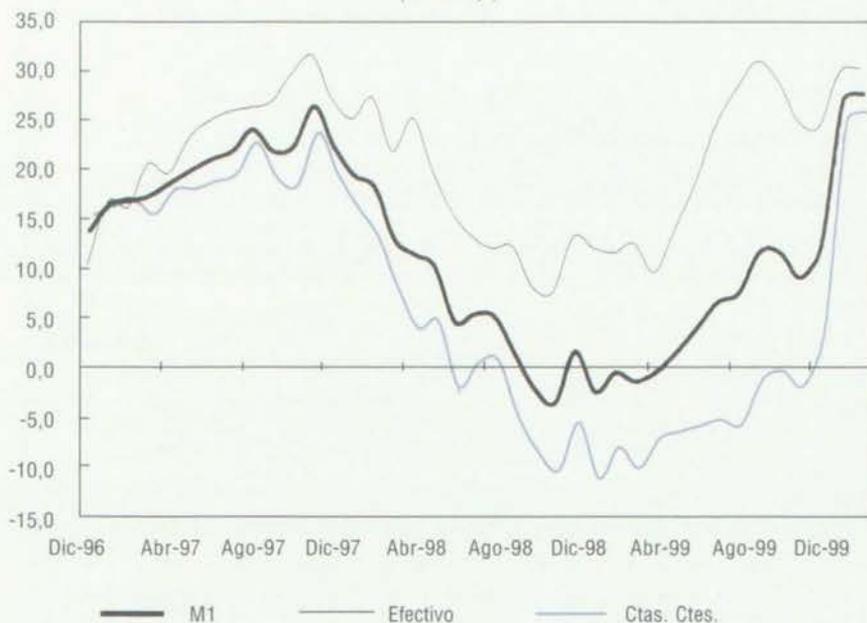
El fuerte incremento de la tasa anual promedio de la demanda por reserva se explica al comparar el encaje de 1999 con un encaje muy bajo en el último trimestre de 1998⁸. Para evitar este efecto estadístico, se calcula una base monetaria ajustada en la cual se determina la demanda por reservas bancarias utilizando la estructura actual del encaje promedio (4,6%). Esto permite verificar que la evolución de la base monetaria fue menos volátil de lo que sugieren sus valores observados, pues la base ajustada mantiene una tasa de crecimiento relativamente estable, que pasa de 12,2% en diciembre de 1998 a 17,2% en la misma fecha de

1999 (Gráfico 11). Este incremento se explica por el crecimiento mismo de los Pasivos Sujetos a Encaje (PSE), y por la tendencia al sobre-encaje por parte de numerosas entidades financieras, resultante del mayor riesgo crediticio, la caída de las tasas de interés y la previsión de retiros masivos ante los temores generados por el problema informático del año 2000.

b. Medios de pago M1

El saldo de M1 al 31 de diciembre cerró en \$12.857 mm con una variación respecto a la misma fecha del año anterior de 22,1%. El saldo promedio entre 1998 y 1999 creció 12,5%. Este comportamiento se explica por los mayores ritmos de crecimiento del efectivo y las cuentas corrientes. Estas últimas pasaron de crecer de una tasa promedio de -5,3% al final de 1998 a una tasa de 3,9% al finalizar 1999, lo que muestra un proceso de recuperación de las cuentas corrientes que ha continuado durante los primeros meses de este año (Gráfico 12).

Gráfico 12
M1 y sus componentes
Tasas de crecimiento anual del saldo promedio mensual
 (Diciembre de 1996-Febrero de 2000)
 (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

c. M3 más bonos

Una medida más amplia de liquidez, el agregado monetario M3 más bonos, se situó el 31 de diciembre en \$60.002 mm con una tasa de crecimiento anual de 6,3%. La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de M3 más bonos presentó un comportamiento descendente, al pasar de 9,9% en diciembre de 1998 a 3,8% en agosto de 1999. Desde entonces su ritmo de crecimiento se recuperó moderadamente hasta situarse al finalizar el año en 5,6%. En términos reales este agregado arrojó un crecimiento negativo, aunque su tasa promedio de contracción ha disminuido al pasar de -5,8% al fin de 1998 a -3,3% al finalizar 1999 (Gráfico 13).

Frente a su corredor indicativo, calculado suponiendo un crecimiento de la economía de 2% y una inflación de 15%, M3 más bonos estuvo 15,2% (\$9.102 mm) por debajo del límite inferior al final de 1999 (Gráfico 14). Tal como se señaló en el Informe al Congreso de julio de 1999, las principales razones que explican este comportamiento radican en

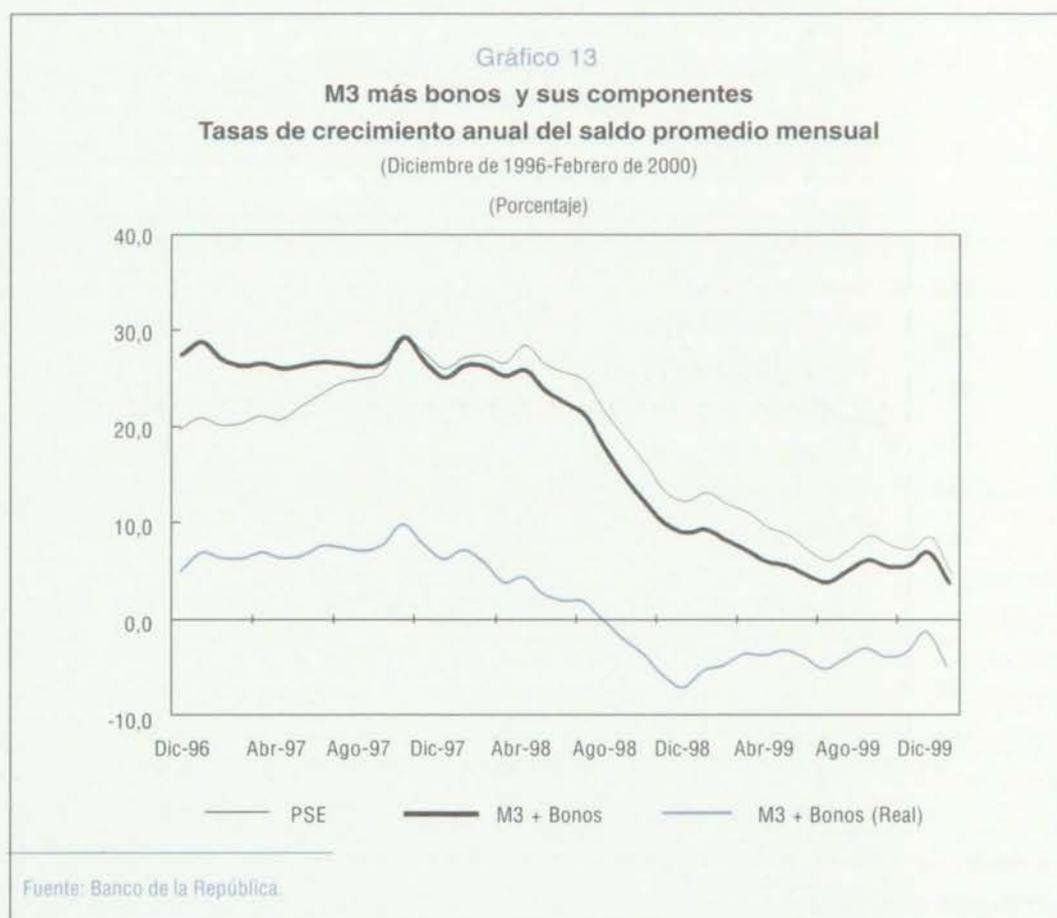
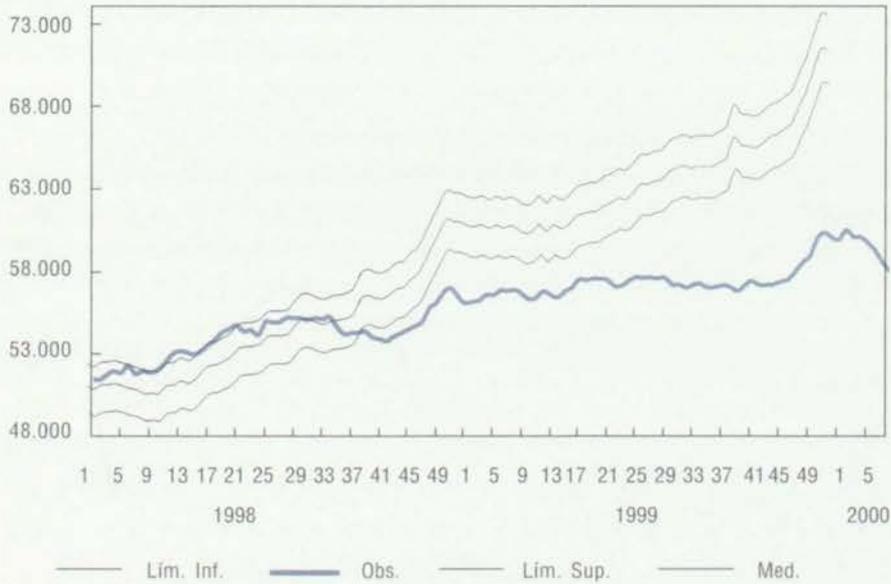


Gráfico 14
M3 más bonos
Corredor indicativo semanal
(Miles de millones de pesos)

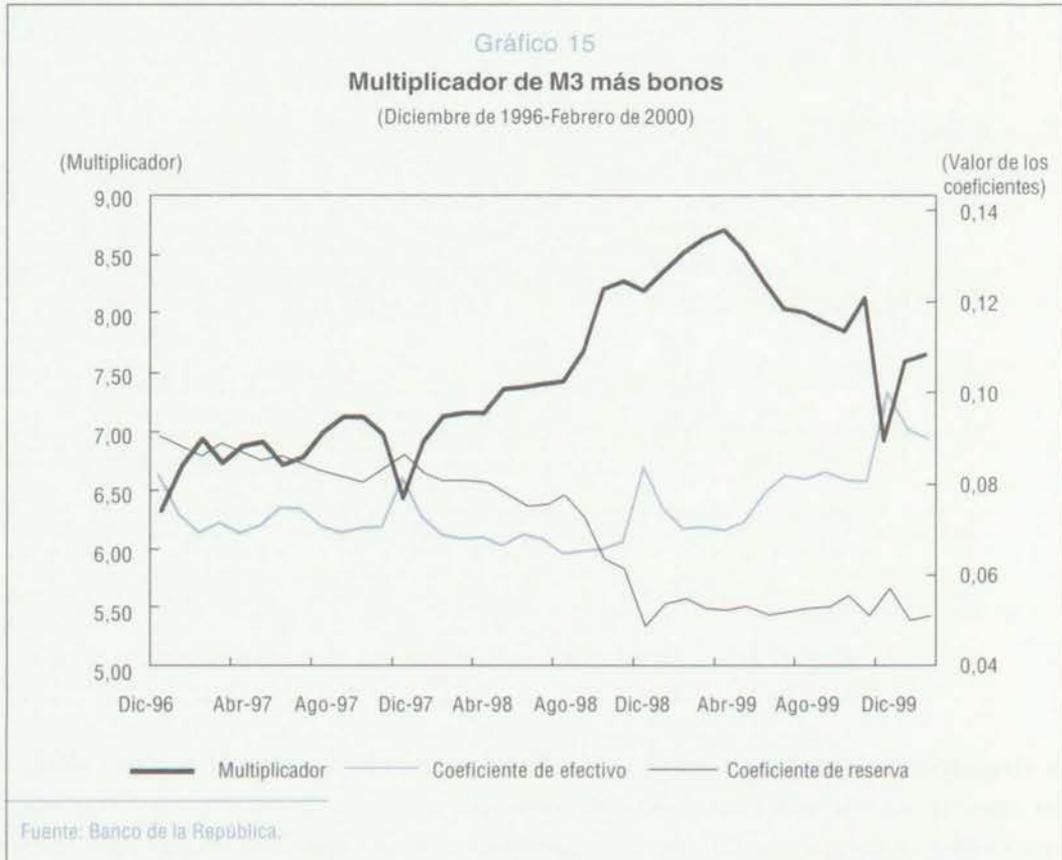


Fuente: Banco de la República.

la disminución del ritmo de actividad económica y en el escaso dinamismo de la cartera bancaria, que ha reducido la demanda por dinero ampliado. Esta situación se acentuó por un cambio de portafolio privado de pesos a dólares, ante el incremento de la rentabilidad externa asociado a las mayores expectativas de devaluación en 1999⁹. Igualmente, el estancamiento de M3 más bonos se ha visto acentuado por el incremento en la demanda de TES por parte del sector privado. De hecho, el saldo de TES B en poder de estos últimos creció 29,4% durante 1999, lo cual superó ampliamente la tasa de crecimiento de los PSE (7,3%).

La discrepancia entre el comportamiento de la base monetaria en 1999 -que la mayor parte del año evolucionó por el centro del corredor y al final lo sobrepasó- y el comportamiento de M3 más bonos -cuyo crecimiento ha sido muy inferior al esperado-, se ha manifestado en una caída significativa del multiplicador monetario ampliado. Entre 1998 y 1999 el multiplicador monetario promedio descendió de 8,178 a 6,954,

lo cual puede explicarse por el incremento de la demanda de efectivo en poder del público respecto a la demanda de PSE, por la presencia de un sobre-encaje a lo largo del año y por el crecimiento del saldo de TES a un ritmo superior al de los PSE (Gráfico 15).



d. Programación monetaria para el año 2000

La Junta Directiva del Banco de la República ha establecido las metas de política monetaria consistente con sus objetivos de inflación y suministro de liquidez adecuada para el año 2000. Con tal propósito, el crecimiento de la base monetaria en el punto medio del corredor al finalizar el presente año, con respecto al mismo punto de 1999, se fijó en 14,3%, que supera la tasa de crecimiento prevista para el PIB nominal (13,7%), asegurando con ello un suministro abundante de liquidez. Para cumplir este programa la Junta realizará un seguimiento y evaluación permanente de la base monetaria, del agregado M3 más bonos, del crecimiento del crédito público y privado, y de las tendencias de la inflación observada y proyectada.

El crecimiento de la base monetaria en el punto medio del corredor supone que el saldo de M3 más bonos al final del año 2000 crecerá 22,2% frente al saldo observado al final de 1999. Por componentes, el efectivo crecerá 11,5% y los PSE 23,4%. Por su parte, la reserva bancaria al final del año se reducirá en 29,9%¹⁰ suponiendo un encaje promedio sobre los PSE de 4,6%. Este comportamiento obedece al sobre-encaje observado al final de 1999.

3. Comportamiento del crédito

El saldo de la cartera neta de provisiones del sistema financiero sin FEN, en moneda nacional y moneda extranjera, ascendió el 31 de diciembre a \$50.433 mm con un crecimiento anual de -4,0%. Su componente en moneda nacional decreció 0,9%, mientras que el saldo en moneda extranjera medida en pesos se redujo 27,5%, correspondiente a una caída en dólares de 41,8 %. Por su parte, la tasa de crecimiento anual de la cartera bruta en moneda nacional, mostró a diciembre, una caída de -1,8%, equivalente a -9,8% en términos reales¹¹ (Gráficos 16 y 17).

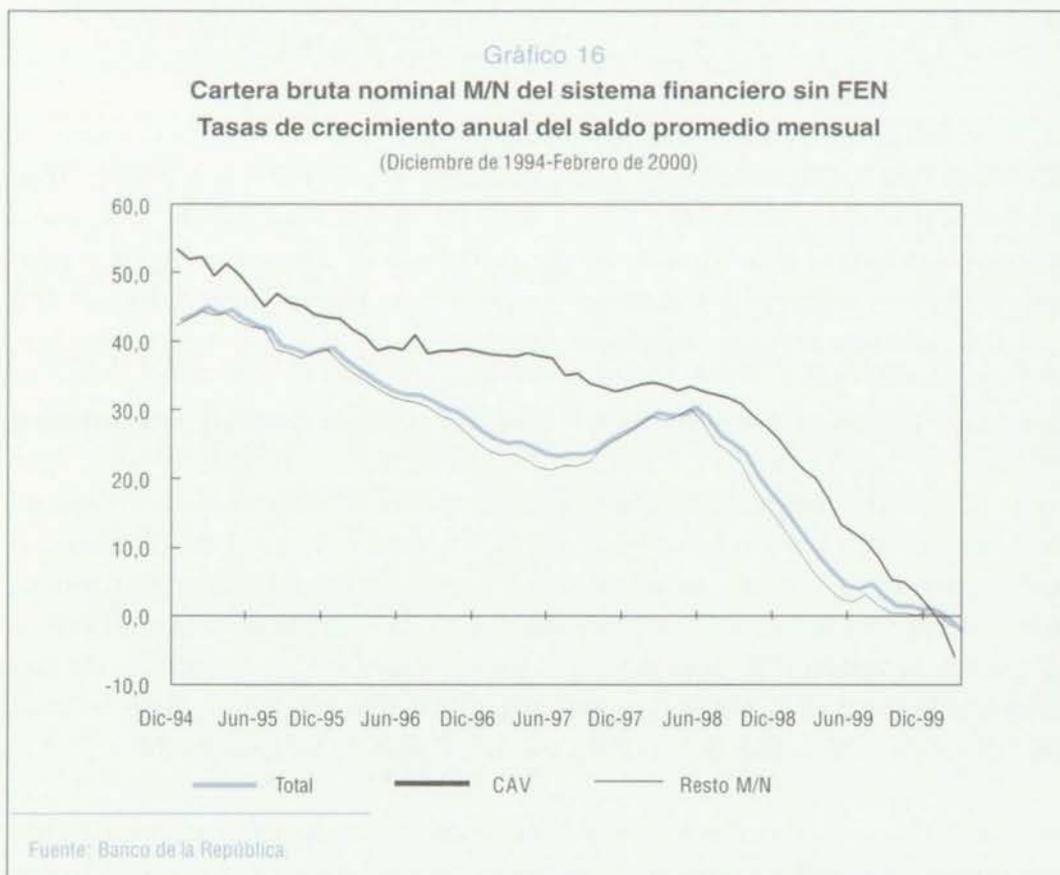
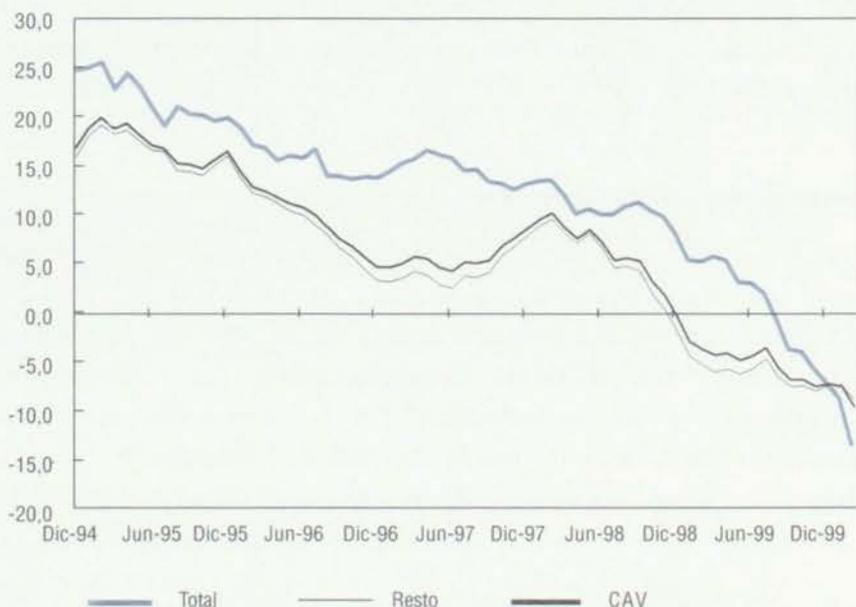


Gráfico 17
Cartera bruta real M/N del sistema financiero sin FEN
Tasas de crecimiento anual del saldo promedio mensual
 (Diciembre de 1994-Febrero de 2000)



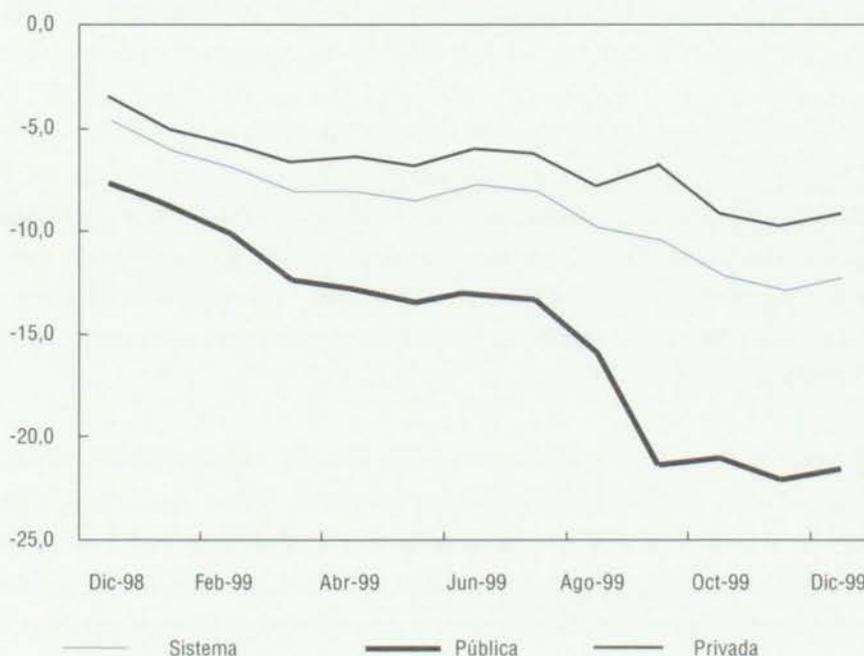
Fuente: Banco de la República.

Al descomponer el crecimiento anual de la cartera neta real entre la colocada por entidades financieras públicas y privadas, se observa que la caída entre diciembre de 1998 y 1999 de la primera fue de 14,0 puntos porcentuales, mucho más acentuada que de la segunda (5,7 porcentuales). Los correspondientes crecimientos reales fueron de -21,6% y -9,2%, respectivamente (Gráfico 18).

Como se desprende de las cifras anteriores, la economía colombiana está atravesando por un problema de estrangulamiento de crédito que en la literatura internacional se conoce como "*credit crunch*". Esta situación ocurre cuando se presenta una ruptura del canal de crédito, en parte porque el sistema financiero se resiste a intermediar. Esto constituye un obstáculo para la recuperación económica, si se tiene en cuenta que la reactivación depende del incremento en el consumo de los hogares, la inversión del sector privado y las exportaciones, para lo cual un volumen adecuado de crédito es un requisito indispensable.

Las razones que han determinado la resistencia de los intermediarios financieros a canalizar crédito a la economía se discutieron en el Infor-

Gráfico 18
Cartera neta real total moneda nacional
Tasas de crecimiento anual
 (Diciembre de 1998-Diciembre de 1999)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

me al Congreso de julio de 1999. A este respecto, sigue siendo válido el diagnóstico allí presentado, que concluía que ese comportamiento no obedece a restricciones de carácter monetario, sino a factores ajenos a la política monetaria¹². Entre ellos, se resaltaban los siguientes: el mayor riesgo crediticio al que los intermediarios financieros se han visto enfrentados ante las dificultades de muchos deudores; el deterioro patrimonial de algunos intermediarios financieros que redujo su solvencia y la pérdida de valor de las garantías reales, en particular la finca raíz. Por su parte, la contracción de la demanda de crédito es una consecuencia directa de la reducción de la actividad económica y del sobreendeudamiento en el que el sector privado incurrió a lo largo de la década de los 90.

Para enfrentar este problema el Gobierno ha dado pasos importantes. En primer lugar, se ha avanzado en la reestructuración de deudas. Aún sin haber entrado en vigencia la Ley de Intervención Económica, a la cual se hará referencia más adelante en este Informe, el sistema finan-

ciero reestructuró en 1999 obligaciones de empresas por un monto que supera \$1,3 billones de acuerdo con estimaciones de la Superintendencia Bancaria. En segundo término, el Gobierno Nacional ha puesto en marcha mecanismos para facilitar la movilización de recursos hacia el sector productivo. A este respecto, la capitalización del IFI por \$300 mm, permitirá ampliar su capacidad de endeudamiento por \$1,1 billones, recursos que serán colocados a través de sistemas de crédito directo y redescuento, para fortalecer las líneas de reactivación económica y de reestructuración de deudas. Adicionalmente, el Gobierno Nacional capitalizará el Fondo Nacional de Garantías en \$100 mm, para respaldar hasta en el 50% los préstamos de las pequeñas y medianas empresas, incluyendo a los constructores de vivienda de interés social. Con dicha capitalización, el Fondo podrá apalancar garantía de crédito por \$1,4 billones.

Por su parte, la Junta Directiva del Banco de la República aprobó el traspaso al IFI de \$130 mm correspondientes a los recursos recuperados de la línea BIRF 3321-CO, cuyo monto original ascendía a US\$200 m, los cuales se utilizarán para reestructuración de deudas y consolidación de pasivos. Esta operación se hizo en virtud de la excepción constitucional (Art. 373) que permite al Banco de la República intermediar recursos externos en favor del sector privado, siempre y cuando el Banco no participe en la asignación individual de la cartera¹³.

Las acciones descritas se han venido complementando con el establecimiento de condiciones monetarias propicias para lograr estimular la oferta y la demanda de crédito a través del suministro adecuado de liquidez y la reducción de las tasas de interés reales. En particular, cabe esperar que la reducción de los intereses reales contribuirá a mejorar los indicadores de riesgo del sistema financiero, lo cual redundará en la disminución del riesgo crediticio.

B. Política cambiaria y la balanza de pagos

1. Abandono de la banda cambiaria

A pesar del agitado entorno internacional, durante los primeros meses del año 1999 no se presentaron mayores presiones sobre la tasa de cambio nominal, permitiendo que las tasas de interés continuaran reduciéndose. Como se explicó atrás, esto obedeció al buen recibo que tuvo la medida tomada el 2 de septiembre de 1998 de desplazar hacia

arriba en 9 puntos la banda cambiaria, y a la confianza que hasta ese momento inspiraba el programa macroeconómico para 1999. Pero las condiciones de crisis económica y fragilidad financiera hacían muy difícil que esa tranquilidad cambiaria perdurara. La economía se encontraba en una profunda recesión, la tasa de desempleo continuaba creciendo, los precios reales de los activos continuaban cayendo, y el acceso a los recursos externos era menor y más costoso.

A partir de abril se empezaron a presentar presiones a la tasa de cambio, y para el 26 de junio ésta ya había alcanzado de nuevo el techo de la banda (Gráfico 19). Durante los primeros meses del año se mantuvo la decisión de defender la banda mientras fuera coherente con la tendencia a la baja que venía mostrando las tasas de interés. Sin embargo, debido a la fuerte recesión, a los limitados avances en las reformas estructurales de las finanzas públicas, a los retrasos en las privatizaciones y al estrechamiento de los mercados internacionales de capitales, cada vez se hacía más evidente la dificultad de sostener este tipo de política

Gráfico 19
Tasa de cambio nominal
(4 de enero de 1999-31 de enero de 2000)
 (Pesos / Dólar)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

cambiaría. En un nuevo esfuerzo por estabilizar el mercado cambiario, el 27 de junio se anunció el programa macroeconómico 1999-2000, el cual contemplaba una mayor flexibilización de la tasa de cambio nominal al desplazar su corredor 9 puntos porcentuales, disminuyendo su pendiente y haciendo la banda más amplia. Pero la presión sobre el peso sólo tuvo una breve pausa. En septiembre la presión volvió a ser intensa, y el Banco intervino durante casi todo el mes con ventas de divisas que alcanzaron los US\$479 millones. El 25 de septiembre la Junta Directiva del Banco, después de haber logrado un principio de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional sobre el programa de ajuste y con ello el compromiso de la banca multilateral para apoyar el programa, tomó la decisión de abandonar la defensa de la banda cambiaria, dando paso a un sistema de libre flotación de la tasa de cambio nominal.

En este contexto de recurrentes ataques, cabe preguntarse por qué no se dejó flotar la tasa de cambio desde antes. A este respecto, en el Informe adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República de octubre de 1999, se explica que en una situación de grandes desequilibrios macroeconómicos, insuficiente financiamiento externo, incertidumbre asociada a la crisis financiera internacional, y pérdida de credibilidad del sistema cambiario, como la registrada en 1998, resulta muy arriesgado tomar la decisión de liberar totalmente la tasa de cambio. Sin embargo, a pesar de que existían presiones de ataques cambiarios, la Junta decidió dejar flotar la tasa de cambio a finales de septiembre de 1999 con base en una serie de condiciones que permitían prever una transición más tranquila al régimen de flotación de la tasa de cambio. Entre ellas cabe destacar el acuerdo logrado con el FMI que garantizaba un mayor compromiso sobre el ajuste fiscal, un mayor acceso a crédito de la banca multilateral y el respaldo de un crédito de balanza de pagos por cerca de US\$ 2,700 millones ofrecido por el FMI en los términos del acuerdo.

Otras condiciones que también permitían esperar una transición sin sobresaltos hacia el régimen de flotación eran la reducción en el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, al caer de cerca de 8% del PIB en el primer trimestre de 1998 a menos de 2% del PIB al finalizar el primer semestre de 1999; los cambios a la banda del último año que en la práctica se aproximaban a un régimen de flotación; los 25 puntos porcentuales de devaluación real registrados en los dos últimos años que acercaban la tasa de cambio observada a su nivel de equilibrio; el fortalecimiento del sistema financiero mediante los programas de capi-

talización y de reestructuración de deudas; la reducción tanto de la inflación observada como de las expectativas de la misma; y un nivel de reservas internacionales suficiente para permitir eventuales intervenciones capaces de desanimar la especulación cambiaria.

El momento escogido para permitir la flotación fue adecuado, como lo muestra la estabilidad de la tasa de cambio, la cual ha permanecido a un nivel inferior o cercano al que existía en el momento de abandonar la banda (Gráfico 19). Debe recordarse que Colombia no fue el único país latinoamericano en tomar esta decisión, pues también la tomaron Chile, Brasil y Ecuador. Sin embargo, en el caso de estos dos últimos países, la transición hacia la flotación fue muy traumática, al experimentarse una fuerte sobre-reacción de sus tipos de cambio.

2. Funcionamiento de la flotación

Los elementos de la estrategia monetaria continúan siendo esencialmente la meta cuantitativa de inflación, los pronósticos de inflación, y el corredor de la base monetaria. Este esquema contiene los elementos básicos de un régimen de inflación objetivo como el que ha sido adoptado por los países que han dejado flotar su tasa de cambio. La principal ventaja del nuevo esquema consiste en que la flotación de la tasa de cambio permite un mayor control de la base monetaria como meta intermedia, pues al eliminarse la necesidad de intervenir en el mercado cambiario mediante venta o compra de divisas, desaparece una de las principales fuentes de volatilidad de la base monetaria.

Aun cuando se permita que la tasa de cambio flote, es necesario evitar volatilidades extremas por los efectos perversos que esto podría tener sobre la estabilidad económica. Por esta razón la Junta Directiva del Banco de la República consideró conveniente establecer reglas permanentes que determinen la intervención del Banco bajo el nuevo esquema. En particular, fue necesario definir el tipo de intervención en el mercado, sus objetivos y su operatividad. Con este fin, la Junta Directiva del Banco de la República definió las pautas para intervención en el mercado cambiario. Este mecanismo de intervención tiene dos propósitos: la acumulación de reservas y el control de los excesos de volatilidad de la tasa de cambio¹⁴. Los mecanismos adoptados son transparentes, coherentes con el régimen vigente de flotación acordado el 25 de septiembre y no buscan defender un nivel particular de la tasa de cambio.

En lo referente al mecanismo para acumular reservas internacionales, la Junta Directiva decidió realizar subastas de derechos de venta de divisas al Banco de la República a la Tasa Representativa de Mercado (TRM), de conformidad con el acuerdo definido con el FMI que prevé para los próximos meses una acumulación de reservas internacionales. La Junta determinó que los participantes de las subastas podrán ser las entidades financieras que sean intermediarias del mercado cambiario y la Dirección General del Tesoro del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Las subastas se harán con una periodicidad mensual cuyo monto está determinado en US\$80 m mensuales en los tres primeros meses del año 2000¹⁵. El precio del derecho se determinará en cada una de las subastas y el derecho podrá 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. Bajo este mecanismo hasta el momento se han hecho las operaciones que aparecen en el Cuadro 3, donde se observa que el cupo de subasta autorizado se ha venido asignando en su totalidad.

Cuadro 3
Subastas de opciones PUT para acumulación de reservas internacionales

	Fecha de la subasta			
	30-Nov-99	27-Dic-99	27-Ene-00	28-Feb-00
	(Millones de dólares)			
Monto presentado	924.50	430.20	204.00	368.00
Monto aprobado	200.00	80.00	80.00	80.00
Cupo	200.00	80.00	80.00	80.00
Monto ejercido	200.00	0.00	12.00	
	(Pesos / Miles de dólares)			
Prima mínima	3.00	210.00	10.00	130.00
Prima máxima	8,000.00	8,100.00	3,020.00	4,100.00
Prima de corte	4,000.00	4,500.00	210.00	1,600.00

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 esporádicamente subastas de derechos de compra o de venta de divisas. Estas subastas solo se podrán realizar 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.

3. Balanza de pagos

a. Situación de la balanza de pagos en 1999

Según estimaciones del Banco de la República, al finalizar 1999 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de US\$1,252 m (1,5% del PIB) (Cuadro 4). Se estima que las exportaciones de bienes, incluidas las operaciones especiales de comercio exterior, aumentaron 5,4% para situarse en US\$12,072 m, mientras que las importaciones descendieron 26,8%¹⁶, alcanzando un nivel de US\$10,248 m, con lo cual la balanza de bienes arrojó un superávit de US\$1,824 m. Por su parte, la cuenta de servicios no factoriales¹⁷ fue deficitaria en US\$1,415 m y la cuenta de la renta de factores fue negativa en US\$2,542 m, como resultado de mayores pagos de intereses, dividendos y remisión de utilidades en relación con sus ingresos.

En lo referente a las exportaciones de bienes, éstas crecieron 6,3% debido al incremento de las exportaciones de petróleo y derivados ante los elevados precios internacionales del crudo. Las exportaciones de esmeraldas y ferróníquel igualmente tuvieron un repunte (Cuadro 5). En contraste, las exportaciones de café, oro no monetario, carbón y no tradicionales presentaron caídas durante 1999. La reducción de este tipo de exportaciones estuvo asociada con una disminución en el precio internacional de los productos básicos y con el menor crecimiento de las economías vecinas. De hecho, como se observa en el Cuadro 6, la

Cuadro 4
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	(5,292.8)	(1,251.5)	(1,373.2)	(5.33)	(1.48)	(1.61)
Ingresos	15,040.5	15,866.8	17,659.5	15.14	18.73	20.71
Egresos	20,333.4	17,118.3	19,032.7	20.46	20.21	22.32
A. Bienes y servicios no factoriales	(4,009.9)	409.6	1,244.7	(4.04)	0.48	1.46
Ingresos	13,521.3	13,993.7	15,933.9	13.61	16.52	18.68
Egresos	17,531.3	13,584.1	14,689.2	17.64	16.03	17.22
1. Bienes	(2,549.6)	1,824.2	2,785.7	(2.57)	2.15	3.27
Ingresos	11,456.0	12,072.4	13,957.2	11.53	14.25	16.36
Egresos	14,005.6	10,248.2	11,171.5	14.10	12.10	13.10
2. Servicios no factoriales	(1,460.3)	(1,414.6)	(1,541.1)	(1.47)	(1.67)	(1.81)
Ingresos	2,065.3	1,921.3	1,976.6	2.08	2.27	2.32
Egresos	3,525.6	3,335.9	3,517.7	3.55	3.94	4.12
B. Renta de los factores	(1,728.7)	(2,542.2)	(3,264.2)	(1.74)	(3.00)	(3.83)
Ingresos	909.3	804.7	886.4	0.92	0.95	1.04
Egresos	2,638.0	3,346.9	4,150.7	2.66	3.95	4.87
C. Transferencias	445.8	881.1	646.3	0.45	1.04	0.76
Ingresos	609.9	1,068.3	839.2	0.61	1.26	0.98
Egresos	164.1	187.2	192.9	0.17	0.22	0.23
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	4,454.0	461.6	2,009.4	4.48	0.54	2.36
A. Cuenta financiera	4,454.0	461.6	2,009.4	4.48	0.54	2.36
1. Flujos financieros de largo plazo	4,465.4	1,633.1	3,677.6	4.49	1.93	4.31
a. Activos	543.8	90.0	300.0	0.55	0.11	0.35
i. Inversión directa colombiana en el exterior	528.8	90.0	300.0	0.53	0.11	0.35
ii. Préstamos 1/	15.0	0.0	0.0	0.02	0.00	0.00
iii. Arrendamiento financiero	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
iv. Otros activos	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
b. Pasivos	5,023.7	1,737.6	3,992.1	5.06	2.05	4.68
i. Inversión extranjera directa en Colombia	2,907.3	867.3	2,464.0	2.93	1.02	2.89
ii. Préstamos 1/	1,768.8	780.7	1,296.3	1.78	0.92	1.52
iii. Arrendamiento financiero	347.6	89.5	231.9	0.35	0.11	0.27
iv. Otros pasivos	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	(14.5)	(14.5)	(14.5)	(0.01)	(0.02)	(0.02)
2. Flujos financieros de corto plazo	(11.5)	(1,171.4)	(1,668.3)	(0.01)	(1.38)	(1.96)
a. Activos	(395.8)	450.3	1,487.4	(0.40)	0.53	1.74
i. Inversión de cartera	(659.0)	478.3	1,384.6	(0.66)	0.56	1.62
ii. Préstamos 1/	263.2	(28.0)	102.7	0.26	(0.03)	0.12
b. Pasivos	(407.3)	(721.1)	(180.9)	(0.41)	(0.85)	(0.21)
i. Inversión de cartera	(264.9)	(26.9)	0.0	(0.27)	(0.03)	0.00
ii. Préstamos 1/	(142.4)	(694.2)	(180.9)	(0.14)	(0.82)	(0.21)
B. Flujos especiales de capital	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	(551.2)	459.3	0.0	(0.55)	0.54	0.00
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	(1,390.1)	(330.5)	636.1	(1.40)	(0.39)	0.75
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	8,740.5	8,103.4	8,739.5	8.80	9.57	10.25
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	8,739.9	8,102.1	8,738.3	8.80	9.56	10.25
Meses de importación de bienes	7.5	9.5	9.4			
Meses de importación de bienes y servicios	5.2	5.7	5.6			
PIB nominal en millones de dólares	99,357.6	84,718.0	85,288.3			
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	(1,387.8)	(330.5)	636.1	(1.40)	(0.39)	0.75

Supuestos: Precios de exportación: café US\$1.03 / libra; petróleo US\$23 / 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.

Cuadro 5
Exportaciones de bienes
(Millones de dólares)

	1998	1999	Variación porcentual
Total	10,906	11,595	6.3
Café	1,893	1,324	(30.1)
Petróleo y derivados	2,329	3,754	61.2
Carbón	936	848	(9.4)
Ferróniquel	120	154	28.8
Esmeraldas	83	108	29.8
Oro no monetario	104	77	(25.8)
No tradicionales	5,442	5,330	(2.1)

Fuente: DANE y Banco de la República.

Cuadro 6
Exportaciones no tradicionales por destino
(Millones de dólares)

	1998	1999	Variación porcentual
Estados Unidos	1,525.4	1,871.2	22.7
Venezuela	1,121.3	910.0	(18.8)
Ecuador	582.6	322.9	(44.6)
Europa y Japón	744.6	683.7	(8.2)
Resto	771.7	783.1	1.5
Total	4,745.7	4,570.8	(3.7)

Fuente: DANE y Banco de la República.

recesión en Venezuela y Ecuador redujo las exportaciones colombianas hacia esos países en 18,8% y 44,6%, respectivamente. Por el contrario, gracias al notable vigor de la economía de los Estados Unidos, el valor de las exportaciones no tradicionales a ese país creció 22,7%. La proporción de las exportaciones de bienes al PIB en 1999 alcanzó el 13,7%, que si bien es superior al promedio de 10,9% observado entre 1994 y 1998, sigue siendo inferior al correspondiente coeficiente de 15,1% alcanzado al comienzo de la década del 90. Esto sugiere que todavía no se ha logrado el objetivo de convertir al país en una economía con un fuerte sector exportador.

Las importaciones de bienes presentaron una caída de 26,8% debido a la fuerte contracción de la demanda interna, y al aumento de la tasa de

cambio real que incrementó el precio relativo de los bienes importados frente a los nacionales. La mayor caída de las importaciones se presentó en el rubro de bienes de capital al decrecer 34,3%. Este comportamiento está estrechamente asociado con la caída de 56,4% de la inversión privada en 1999.

De otro lado, la cuenta de capital y financiera presentó una entrada neta de recursos por US\$462 m significativamente menor que la observada en 1998 de US\$4,454 m. En particular, la entrada neta de recursos de largo plazo fue de US\$1,633 m considerablemente menor que la correspondiente entrada de US\$4,465 m observada en 1998. Esto fue el resultado de menores ingresos por recursos procedentes de privatizaciones y de menor endeudamiento neto de largo plazo. Por su parte, los flujos financieros netos de corto plazo fueron negativos en US\$1,171 m, debido a las menores inversiones de cartera y créditos netos de extranjeros para Colombia por US\$721 m y a una inversión positiva de cartera de colombianos en el exterior por valor de US\$450 m.

En materia de reservas internacionales brutas, el Banco de la República desacumuló US\$331 m, como resultado neto de una venta de reservas de US\$735 m realizada por el Banco de la República, parcialmente compensada por rendimientos obtenidos sobre las reservas por la suma de US\$404 m. El saldo de las reservas internacionales brutas al finalizar 1999 fue de US\$8,103 m, equivalente a 9,5 meses en términos de importación de bienes y 5,7 meses como pagos de bienes y servicios.

b. Proyecciones de la balanza de pagos para el año 2000

De acuerdo con las proyecciones actuales de la balanza de pagos (Cuadro 4), el déficit en cuenta corriente ascendería a US\$1,373 m (1,6% del PIB), que es similar al observado en 1999. La financiación de este déficit se cubrirá con ingresos netos de capitales que se proyectan en US\$2,009 m (2,4% del PIB), explicados por entradas netas de capitales de largo plazo por US\$3,678 m, parcialmente compensadas por salidas de capitales de corto plazo por US\$1,668 m.

Con lo anterior, la acumulación de reservas internacionales netas en el año 2000 ascendería a US\$636 m. Esta estimación no tiene en cuenta los desembolsos del Fondo Latinoamericano de Reservas ni el mayor acceso a los créditos de la banca multilateral que pueda generarse por la mayor confianza en el ajuste macroeconómico en curso. De otra parte, la estabilidad que se prevé en la situación de balanza de pagos ha

hecho innecesario desembolsar los recursos ofrecidos por el FMI para apoyar el programa de ajuste. No obstante, tales recursos siguen siendo un respaldo importante como garantía de dicha estabilidad.

C. Política financiera

En la sección introductoria de este Informe se ilustró cómo una recesión económica de la gravedad de la afrontada en 1999 tendría tanto causas cercanas, como la crisis financiera internacional que explotó en 1998, así como causas anteriores cuya dinámica se extendió a lo largo de la década. Entre estas últimas se cuentan los desequilibrios macroeconómicos resultantes de un crecimiento del gasto interno muy por encima del crecimiento del ingreso durante varios años, y la fragilidad del sector financiero que se gestó gradualmente desde 1994. En esta sección se presentan indicadores de la evolución reciente del sector financiero, se exponen las medidas de política orientadas a su recuperación, y se discuten algunos de sus primeros resultados.

Al ambiente de estabilidad creado a partir del anuncio del programa macroeconómico en septiembre de 1998, se sumaron las medidas en pro del fortalecimiento del sector financiero adoptadas al amparo de la declaratoria del estado de Emergencia Económica decretado en noviembre del mismo año. La legislación extraordinaria dispuso la creación de mecanismos destinados a resolver situaciones críticas en las instituciones financieras y cooperativas, y a aliviar la carga financiera de los deudores por créditos de vivienda¹⁸. Tanto el programa macroeconómico como la legislación extraordinaria se enderezaban a crear un espacio favorable para el restablecimiento del sector financiero durante 1999.

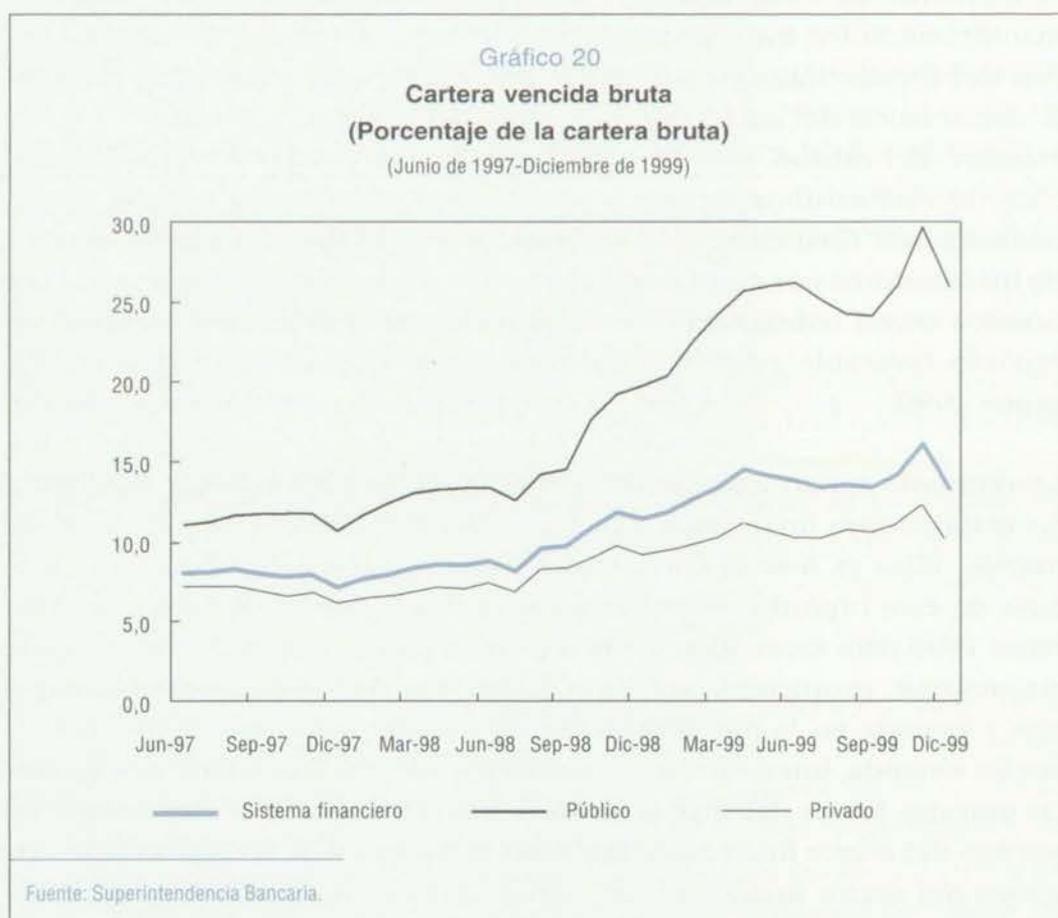
Ciertamente serían necesarias nuevas medidas para otorgar liquidez a las instituciones financieras y para propiciar el descenso de las tasas de interés. Ellas ya fueron comentadas en la sección sobre Política monetaria de este capítulo. Se requerirían también nuevas disposiciones durante 1999 para sacar adelante la reestructuración bancaria y de la deuda empresarial, propiciar la solución de la crisis de los deudores hipotecarios y avanzar en la modernización de los estatutos financieros. Las leyes de vivienda, intervención económica y reforma financiera, condensan las grandes líneas del marco jurídico dispuesto en favor del restablecimiento del sector financiero. Las determinaciones de las autoridades en apoyo del sector financiero, así como la nueva normatividad, se discu-

ten en la presente sección, después de revisar la evolución en perspectiva de algunos indicadores financieros.

1. Indicadores de la evolución de las instituciones financieras

a. El deterioro de la cartera

El agravamiento de la crisis financiera vino a reflejarse en el ascenso de la cartera vencida como proporción de la cartera bruta. El empinado crecimiento de este indicador en el último trimestre de 1998 subsistió a lo largo del primer semestre de 1999. Posteriormente, la cartera vencida se ha estabilizado alrededor del 13,5%, el doble del nivel alcanzado hace apenas dos años, y con tendencia a la baja¹⁹. Como puede apreciarse en el Gráfico 20, el mayor deterioro del indicador se concentró en las instituciones públicas, alcanzando un nivel promedio del 25% durante los últimos seis meses. En las instituciones privadas, el indicador terminó en 1999 al nivel del 10%, igual al registrado a finales de 1998. Un contraste similar puede observarse al comparar la banca nacional con



la extranjera. En efecto, desde el inicio de la crisis los bancos extranjeros han sostenido una proporción muy estable de su cartera vencida, alrededor del 8%. La banca nacional logró conservar niveles similares a los de la extranjera hasta fines de 1997, pero a partir de entonces el deterioro de sus préstamos se ha reflejado en una relación creciente de la cartera vencida a la cartera bruta, que al término de 1999 era ya del 15%.

Un tema paralelo al de la evolución de la cartera vencida es el de la creación de provisiones. A mediados de los noventa las provisiones representaban el 30% de la cartera vencida. Al sobrevenir la crisis, el crecimiento de la cartera vencida desbordó al de las provisiones, de modo que entre 1997 y 1998, aquel porcentaje se redujo al 25%. Las provisiones recibieron un impulso en 1999, y ya para el segundo semestre llegaron a significar la tercera parte de la cartera vencida. Con anterioridad al estallido de la crisis, la banca pública creaba provisiones en proporción similar a la banca privada. Al desencadenarse la crisis, la banca privada elevó su coeficiente de provisiones a cartera vencida, al tiempo que la banca pública se rezagó ostensiblemente. Durante 1999, tanto los bancos públicos como los privados elevaron las provisiones al 33% de la cartera vencida. Merece destacarse el contraste entre la banca nacional y la extranjera. Hasta 1996, tanto la una como la otra presentaban razones del 30% entre las provisiones y la cartera vencida. A partir de entonces los bancos extranjeros han elevado continuamente dicho coeficiente, de modo que a fines de 1998 era del 40%, y al concluir 1999 del 63%, el doble del alcanzado por la banca nacional.

Los bienes recibidos en pago representaban no más del 0,5% de los activos del sistema financiero a mediados de la década. A partir de entonces su participación aumentó continuamente, rebasando el 2,5% de los activos a mediados de 1999. En la banca pública los bienes recibidos en pago sobrepasaron el 3,5% de los activos, muy por encima del 2,2% correspondiente a la banca privada. Posteriormente, dicha relación para la totalidad del sistema ha mostrado una tendencia declinante, llegando al nivel del 2,1% a finales del año pasado. La caída del indicador ha sido ostensible en el caso de la banca privada, llegando al 1,1% al cierre de 1999.

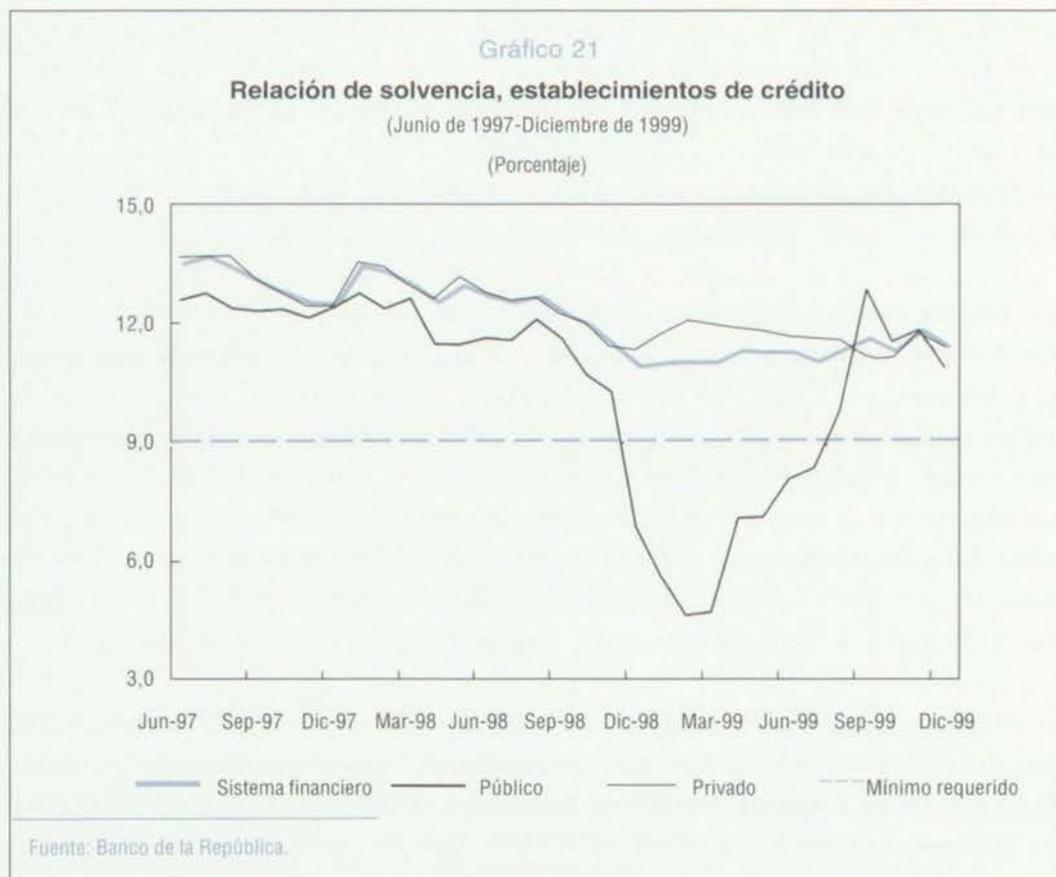
La mejoría notable del índice de bienes recibidos en pago refleja las decisiones de saneamiento y capitalización bancarios puestas en marcha a través de Fogafin, mediante las cuales, activos improductivos como los bienes recibidos en pago se retiran del balance, y se les sustituye

por activos productivos. Las estrategias de crédito a la banca privada, y de capitalización de la banca pública, se comentan más adelante.

En resumen, el deterioro de la cartera bancaria se aceleró considerablemente durante el primer semestre de 1999. Igual cosa ocurrió con los bienes recibidos en pago. Sin embargo, la trayectoria de los indicadores durante el segundo semestre parece indicar que el desmedro de los activos bancarios podría estar tocando fondo, y que probablemente ya estarían actuando algunos factores de recuperación. Entre estos últimos se encontrarían las medidas de política que se comentan más adelante.

b. La solvencia de los intermediarios financieros

En la segunda mitad de los noventa, la relación de solvencia descendió continuamente a partir de su pico más alto, del 13,4%, alcanzado a fines de 1996²⁰. Para finales de 1998 dicha razón era ya del 10,7%. A lo largo de 1999 el indicador mejoró sostenidamente, alcanzando la cifra de 11,2% a fin de año. El Gráfico 21 muestra cómo el repunte de la solvencia en la banca privada a comienzos de 1999 fue empañado por



el colapso de las cuentas de capital de la banca pública. Se trató de un drástico ajuste en los valores patrimoniales, que durante los primeros ocho meses del año mantuvo el índice de solvencia de la banca pública muy por debajo de las normas internacionales²¹.

c. El patrimonio y la rentabilidad del sistema financiero

El patrimonio de las instituciones financieras venía creciendo permanentemente hasta finales de 1997. Durante el siguiente año y medio el valor real del patrimonio se desplomó en un 28%. En los últimos meses de 1999, la cuenta patrimonial repuntó como resultado de capitalizaciones de la banca pública. El desplome del patrimonio se concentró en la banca nacional, ya que el acervo patrimonial de las instituciones extranjeras sostuvo su valor real prácticamente constante durante la segunda mitad de la década.

A pesar del viraje del ciclo económico desde 1996, las instituciones financieras lograron mantener utilidades reales positivas hasta el primer semestre de 1998. Posteriormente, dichos resultados cayeron abruptamente, principalmente como resultado de la caída vertical de las utilidades en la banca pública. Sólo en el último semestre de 1999 se observa que las utilidades dejaron de caer, y aunque todavía son negativas, ya se advierten mejores resultados. Las utilidades reales de la banca extranjera cruzaron ligeramente la frontera de los valores negativos desde fines de 1998.

Muy ligada con la trayectoria de las utilidades está la seguida por la razón de rentabilidad de los activos. Los bajos niveles de rentabilidad nominal de las instituciones, que en 1996-1997 fueron únicamente del 1,6%, se tornaron negativos para la totalidad del sistema, y tanto para los bancos nacionales como para los extranjeros, desde mediados de 1998.

En conjunto, los indicadores citados revelan cómo el deterioro del balance bancario se agudizó sustancialmente entre mediados de 1998 y mediados de 1999. Pero también se advierten cambios de tendencia, a los cuales podría estar contribuyendo una variedad de medidas de política. La evolución de los índices globales manifiesta en gran medida la problemática financiera de la banca pública.

2. Las medidas

Toda una gama de medidas se expidió en 1999 en favor del restablecimiento del sector financiero. Se aprobaron alivios a los deudores hipotecarios, se crearon instrumentos para la capitalización de los bancos, y se introdujeron cambios en la normatividad del sector financiero. Al Fogafin le ha correspondido un papel protagónico en el financiamiento, a través de sus títulos, de las iniciativas que en adelante se comentan. En sólo alivios a deudores, operaciones crediticias a la banca privada y apoyos a la banca pública, el Fogafin comprometió recursos del orden de \$4,4 billones, aproximadamente el 3% del PIB.

a. Alivio a los deudores hipotecarios

Bajo la Emergencia Económica de noviembre de 1998, y otras disposiciones complementarias, se establecieron líneas de crédito para financiar el alivio de deudas hipotecarias al día y en mora, así como las pérdidas generadas a las instituciones financieras por la aceptación de inmuebles otorgados en calidad de pago. Los alivios otorgados sumaron \$850.000 m, de los cuales el 60% se destinó a financiar reducciones de intereses a deudores al día, el 20% a brindar apoyo a deudores en mora, y el 20% restante a financiar la diferencia entre el valor de las deudas individuales y el de los bienes otorgados en pago para cancelarlas. El 85% de los alivios se financió mediante bonos de Fogafin, y el 15% con cargo a recaudos del impuesto del 2 por mil, los cuales se traducirán en gastos de vigencias presupuestales futuras.

b. Recapitalización bancaria

El fallo de la Corte Constitucional relacionado con la Emergencia Económica de noviembre de 1998 circunscribió las medidas extraordinarias al sector público financiero, al sector cooperativo, y al alivio a los deudores de vivienda hipotecaria. Transcurrido el primer trimestre de 1999, era claro para las autoridades económicas que la actividad financiera presentaba signos de deterioro superiores a los registrados en el momento de declararse la Emergencia. Fue entonces cuando se puso en marcha una estrategia gubernamental orientada a retirar los activos improductivos de los balances de las instituciones financieras y a estimular su capitalización.

Basado en principios como los de minimizar la intervención u oficialización de entidades financieras, de evitar el riesgo moral y no favorecer a los propietarios de las entidades, y con el propósito de proteger los depósi-

tos del público, el Fogafin propuso la creación de una línea crediticia para el saneamiento de los establecimientos de crédito, con dos modalidades, a saber, la de capitalización y la de venta de activos no productivos. El esquema exigía que los accionistas corrieran con parte de las pérdidas sufridas por las instituciones, pero aún no reconocidas contablemente. En la práctica, las entidades deberían ajustar sus valores patrimoniales acercándolos a su verdadero nivel, el cual podría ser negativo. En tal caso, y siempre y cuando se reconociera la viabilidad futura de las instituciones, los accionistas deberían capitalizarlas al punto de llevar los patrimonios por lo menos al valor de cero.

Al crearse la línea crediticia, se estableció que, ante todo, los potenciales beneficiarios deberían sanear su balance mediante la reducción del patrimonio técnico. A los accionistas de las entidades cuyo patrimonio saneado resultase negativo se les exigió una suscripción de acciones suficiente como para llevar el patrimonio a cero, con el compromiso de pagar en el momento de la suscripción por lo menos el 50% de la misma. El Fogafin ofreció otorgar créditos puente a los accionistas, por un período de seis meses, para facilitarles dicho abono. Para el restante 50%, los accionistas contarían con un plazo de un año. Posteriormente, y con el propósito de restablecer la relación de solvencia al nivel del 10%, la línea crediticia del Fogafin financiaría hasta el 90% de los recursos de capital requeridos, y con un plazo de entre tres y siete años²².

Si bien la estrategia de restablecimiento patrimonial abarcaba tanto a la banca privada como a la pública, el programa de ayuda a esta última contemplaba requerimientos adicionales, a saber, la colocación de los activos improductivos en instituciones designadas para venderlos, la reestructuración administrativa de las entidades, y finalmente su privatización, con excepción del Banco Agrario. En la agenda de Fogafin figura la puesta en venta de Granahorrar para el segundo semestre del año en curso, y la venta de Bancafé para el primer semestre de 2001. Igualmente se ha programado la reducción del tamaño del Banestado durante el actual semestre.

En los cuadros 7 y 8 se presentan las utilidades de los créditos de Fogafin por parte de la banca privada, así como los recursos entregados por dicha entidad a la banca pública. En la primera, se observa cómo sólo nueve de un total de 82 entidades financieras privadas acudieron al crédito para capitalización, y cómo la mitad de los requerimientos a capitalizar se originaron en un banco de origen cooperativo. Los requere-

Cuadro 7
Recursos de Fogafin para la banca privada
(Diciembre de 1999)
(Miles de millones de pesos)

Entidades capitalizadas	Capitalización requerida	Crédito otorgado por Fogafin			Solvencia (%)	
		Total	Corto plazo	Largo plazo	Junio 1999	Enero 2000
Banco Unión	32,7	27,3	1,8	25,5	11,4	10,0
Banco Superior	69,0	52,2	7,0	45,2	4,6	5,8
Banco Colpatría	269,6	212,1	38,1	174,0	10,1	6,0
Coltefinanciera CFC	39,7	28,4	9,1	19,3	9,0	9,9
Interbanco	58,6	43,2	1,0	42,2	9,9	10,2
Multifinanciera	4,8	2,9	0,0	2,9	12,7	11,7
Banco de Crédito	75,0	60,0	0,0	60,0	10,2	9,3
Corporación Financiera del Norte	47,7	19,8	0,0	19,8	10,4	9,1
Megabanco (*)	662,0	478,2	171,0	307,2	9,0	10,5
Total	1.259,1	924,1	228,0	696,1	9,4	8,4

(*) De los \$662 mm, \$192 mm. se desembolsaron a Coopdesarrollo con recursos del impuesto a las transacciones financieras antes de ceder sus activos y pasivos a Megabanco. A diferencia del resto de entidades financieras privadas, el crédito puente a los accionistas (Central Cooperativa Coopdesarrollo) no fue a 6 meses sino a 12 meses de plazo.

Fuente: Fogafin y Superintendencia Bancaria.

Cuadro 8
Recursos de Fogafin para la banca pública
(Febrero de 2000)
(Miles de millones de pesos)

Entidad	Financiación requerida	Recursos aportados por Fogafin	Solvencia (%)	
			Junio 1999	Enero 2000
BCH	1.590,0	1.254,0	0,0	8,0 (*)
Granahorrar	600,0	272,0	16,6	27,6
Bancaffé	1.530,0	600,0	6,3	13,2
Estado	1.290,0	1.240,0	17,9	16,4
Banco Agrario	150,0	150,0	n.d.	8,8
FES	90,0	n.d.	n.d.	n.d.
Total	5.250,0	3.516,0	6,5	13,2

(*) Dato a diciembre de 1999.

n.d. No disponible.

Fuente: Fogafin y Superintendencia Bancaria.

rimientos totales de las entidades citadas representaron apenas un 30% de las urgencias de capitalización presupuestadas originalmente por el Fogafin para la banca privada. Puede observarse cómo los indicadores de solvencia de los usuarios del crédito de Fogafin aún no repuntan.

Sin embargo, las entidades aún están dentro del período de un año disponible para elevar su relación de solvencia por lo menos a 10%²³.

El sistema de capitalización para la banca privada no implicó ningún subsidio o alivio para los accionistas, ya que todos los préstamos se hicieron a tasas de mercado y con garantías adecuadas.

Al contrario de lo ocurrido con la banca privada, las capitalizaciones requeridas por la banca pública, que hoy sobrepasan los \$5,5 billones han excedido los presupuestos inicialmente planteados por el Fogafin, los cuales eran de \$3,3 billones. Al plantearse el esquema crediticio del Fogafin se estimaba que el costo del restablecimiento financiero de la banca privada rebasaría el de la banca pública. Tras un semestre de ejecución del esquema, los desequilibrios financieros de las instituciones públicas se han manifestado con mayor plenitud. A fines de 1999, el financiamiento otorgado con bonos de Fogafin a la banca pública, apenas llega a la mitad de las necesidades de capitalización. Este rezago fue parcialmente remediado en febrero último al entregarse nuevas capitalizaciones al BCH y a Granahorrar. Así las cosas, la suma otorgada por Fogafin alcanzó los \$3.516 mm, equivalente al 67% de la capitalización requerida a febrero del año en curso.

Una variedad de factores podría explicar la escasa utilización, por parte de la banca privada, de la línea de crédito diseñada por el Fogafin. Al respecto, podría citarse la exigencia de provisiones sobre la cartera de lento recaudo -como la clasificada bajo las categorías C y D-, muy por encima de lo requerido por la Superintendencia Bancaria. Las entidades que no hicieron utilización de la línea crediticia, cuya vigencia expiró el pasado 31 de diciembre, deberán ser capitalizadas por sus socios, o mediante la emisión de acciones. Precisamente, algunas importantes instituciones han lanzado emisiones de acciones desde principios del año, con el fin de fortalecer su capacidad patrimonial.

Con el propósito de facilitar la reestructuración y saneamiento de los bancos públicos, programa gubernamental dentro del cual se cuenta el reciente desmonte de las operaciones del BCH, el Banco de la República adquirió recientemente títulos de Fogafin por la suma de \$498.800 m. Dichos títulos, conocidos como Títulos de Fogafin - Banca Pública, fueron emitidos en 1999, y serán recomprados por el Fogafin dentro de los próximos 20 meses. La medida tiene importantes efectos sobre el mercado interbancario. Como algunos bancos públicos, espe-

cialmente el BCH, venían experimentando dificultades de acceso al mercado interbancario, las tasas de colocación de los REPO estaban registrando variaciones significativas, sin que ello correspondiera a las condiciones de liquidez de la economía. Con la compra de los títulos mencionados por parte del Banco de la República, se ha otorgado a los bancos públicos una fuente importante de liquidez permanente.

La capitalización requerida por las entidades que no acudieron al crédito del Fogafin puede estimarse en \$2,5 billones. El 57% de esta suma le correspondería a entidades especializadas en crédito hipotecario, el 26% a bancos privados nacionales, el 12% a corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial, y el restante 5% a bancos extranjeros²⁴. Como puede observarse, a pesar del saneamiento importante de la banca privada conseguido con el apoyo de Fogafin, los requerimientos de capitalización enfrentados por los socios son significativos.

Las estrategias de saneamiento y capitalización de la banca privada y pública no están exentas de riesgos. En el primer caso se corre el riesgo de que los accionistas no puedan pagar los créditos, en cuyo caso deberían hacerse efectivas las garantías expresadas en acciones de los bancos. En el segundo caso, no puede descartarse un nuevo deterioro patrimonial durante el período anterior a la venta o desmonte de las entidades, a pesar de los esfuerzos públicos que se han venido efectuando para su capitalización.

Una crisis financiera, sin medidas para conjurarla, podría desencadenar efectos devastadores sobre la actividad económica. Las disposiciones que acaban de comentarse buscan la recuperación patrimonial de las instituciones financieras, y de su capacidad de intermediación crediticia, así como la protección de los ahorros del público. Tales decisiones de las autoridades tienen implicaciones fiscales tanto presentes como futuras. Una descripción de los posibles costos fiscales de las estrategias de apoyo al sector financiero se presenta a continuación.

En cuanto a la línea de crédito para la capitalización de la banca privada no se esperarían costos fiscales, ya que el servicio de la deuda de los bonos se cubre con el rendimiento de los préstamos otorgados a los accionistas. En relación con los apoyos a la banca pública, pueden hacerse algunas precisiones. Durante 1999 se hicieron dos emisiones de bonos para su recuperación patrimonial, la primera por \$3,0 billones, y la segunda por \$1,2 billones. En los dos casos, el servicio de la deuda

compromete vigencias presupuestales futuras. Adicionalmente, la estrategia requirió \$0,6 billones, los cuales fueron financiados con recursos originados en el impuesto sobre las transacciones financieras. El Fogafin ha estimado que el valor presente de estas operaciones de apoyo sería del orden de \$3,0 billones.

Un componente importante del costo fiscal asociado a la crisis de la banca pública es el de la liquidación de la Caja Agraria. Se ha calculado que, en términos de valor presente, dicha liquidación ascendería a \$2,7 billones.

Finalmente, con el propósito de apoyar el restablecimiento de la banca cooperativa, el Fogafin otorgó préstamos que alcanzaron la suma de \$0,2 billones, con cargo al impuesto sobre las transacciones financieras.

En conjunto, el costo fiscal de las estrategias de apoyo al sector financiero, en términos de valor presente, sería, hasta el momento, del orden de \$5,5 billones, equivalente al 3,7% del PIB estimado para 1999²⁵.

c. Cambios en la normatividad del sector financiero

Durante 1999 vieron la luz varios cambios en las normas que rigen el sistema financiero. De ellas se esperan importantes repercusiones tanto en el corto como en el largo plazo. Las principales medidas fueron adoptadas al expedirse la Circular 039 de 1999 de la Superintendencia Bancaria y las leyes 510, 546 y 550 de 1999.

1) Circular 039 de la Superintendencia Bancaria

Mediante la Circular 039 de 1999, la Superintendencia Bancaria modificó la Circular Básica Contable y Financiera en relación con la evaluación de la cartera de créditos. Se creó un régimen transitorio, por el término de seis meses, durante el cual se aplicarían medidas excepcionales para la reestructuración de la deuda empresarial. Se dispuso, entre otras medidas, que las entidades financieras condonarían los intereses moratorios; que podrían establecerse períodos de gracia para el pago de intereses (hasta un año) y para la amortización del capital (hasta tres años); que las tasas de interés de los créditos reestructurados serían libremente convenidas entre bancos y empresas, y que los plazos de las reestructuraciones no deberían ser superiores a siete años. Para atraer a la banca comercial se dispuso la creación de una línea de crédito directo en el IFI, por la suma de \$300.000 m mediante la cual los bancos

involucrados en procesos de reestructuración podrían subsanar eventuales deficiencias de liquidez.

En el Cuadro 9 se presenta el número y el valor correspondiente de las reestructuraciones celebradas por una muestra de entidades financieras. En total, las 347 reestructuraciones acordadas alcanzaron un valor de \$1,3 billones, suma equivalente al 18% de la cartera vencida del sistema a finales de 1999²⁶.

Cuadro 9		
Reestructuraciones extraordinarias de los establecimientos de crédito		
(Circular 039/99 de la Superintendencia Bancaria)		
	Número de reestructuraciones	Millones de pesos
Banco de Bogotá	70	184.361
Bancolombia	41	148.785
Colpatria (Multicolor)	11	26.259
Bancafé	17	49.568
Ganadero	15	91.800
Banco Santander	8	61.000
Banco de Occidente	38	53.820
Banco Popular	16	75.923
Davivienda	1	874
Subtotal de bancos	217	692.770
Corfinsura	42	188.000
Corficolombiana	54	121.600
Corfivalle	16	160.326
IFI	18	143.071
Subtotal de otras entidades	130	612.997
Total de la muestra	347	1.305.767

Fuente: Superintendencia Bancaria. *Boletín de Prensa*, febrero de 2000.

Las reestructuraciones constituyen una solución de mercado al problema de la elevada cartera vencida, y un mecanismo de restablecimiento de relaciones normales entre acreedores y deudores. El éxito relativo de la Circular 039 de la Superintendencia Bancaria constituye un buen augurio para la Ley de Intervención Económica cuyo contenido se comenta posteriormente. Lo que sí parece haber tenido menos éxito es la línea de crédito directo en el IFI, concebida como malla de liquidez para apoyar las reestructuraciones. Del cupo de \$300.000 m sólo se prestaron \$1.137 m entre julio de 1999 y enero del año en curso.

2) Ley 510 de 1999 (Reforma financiera)

La Ley 510 elevó los requerimientos de capital mínimo para la constitución y funcionamiento de las entidades financieras, y obligó su reajuste anual de acuerdo con el índice de precios al consumidor. Igualmente, la nueva ley ensanchó las operaciones permitidas a los bancos, habilitándolos para adelantar procesos de titularización de la cartera hipotecaria. Se eliminó la diferenciación existente entre las compañías de financiamiento comercial, la cual separaba a las compañías tradicionales de las especializadas en *leasing*. Finalmente, la ley adicionó las causales para la toma de posesión de una entidad vigilada, e hizo más flexible el régimen de intervención de una entidad.

3) Ley 546 de 1999 (Vivienda y financiación hipotecaria)

a) Características del nuevo sistema

- i. Los créditos de vivienda individual a largo plazo se expresarán en Unidad de Valor Real (UVR) cuya variación estará ligada a la inflación. Sin embargo, los establecimientos de crédito y otras entidades como el Fondo Nacional del Ahorro, las cooperativas y fondos de empleados, podrán otorgar dichos créditos en pesos (artículos 1 y 17).
- ii. Las corporaciones de ahorro y vivienda adquieren la naturaleza de bancos comerciales a partir de la vigencia de la ley de vivienda (artículo 5). Bajo el régimen precedente existía para las CAV la opción de convertirse en bancos bajo ciertas condiciones. Bajo el nuevo régimen se les obliga a convertirse en bancos, y se les otorga un plazo de tres años para efectuar los ajustes necesarios.
- iii. La ley establece que la tasa de interés será fija durante la vida del crédito. Dicha tasa se calculará sobre la UVR, y se cobrará en forma vencida. No existirá la capitalización de intereses (artículo 17).
- iv. El plazo del crédito queda establecido entre 5 y 30 años. El plazo de los créditos para compradores de vivienda era de 15 años (artículo 17).
- v. Los deudores hipotecarios podrán pagar su deuda, por anticipado, en cualquier momento (artículo 17). Este fue un punto

de controversia en el pasado, que la Corte Constitucional resolvió en favor de los deudores en 1998.

- vi. Los sistemas de amortización serán expresamente aprobados por la Superintendencia Bancaria (artículo 17). Ya no se aceptará la multiplicidad de opciones que las entidades otorgantes del crédito ofrecían a sus clientes (amortización con cuota supermínima, con cuota mínima, etc). Según la Superintendencia Bancaria, las CAV venían utilizando 84 sistemas distintos de amortización. Al aprobarse la ley de vivienda, la Superintendencia reglamentó dos alternativas. Una en la cual la cuota será fija en UVR, incluyendo capital e intereses, y otra en la cual la cuota será fija en UVR, incluyendo solamente el capital, pero no los intereses.

- vii. El tema de la vivienda de interés social se incluye expresamente en la ley. Se busca orientar, recordando esquemas de décadas anteriores, parte del destino del crédito hipotecario. Según la ley, durante los primeros cinco años de su vigencia, las entidades de crédito deberán destinar por lo menos el 25% del aumento de su cartera bruta de vivienda, a la construcción o mejoramiento de la vivienda de interés social (Capítulo VI y en especial el artículo 28).

b) Nuevas reglas de juego para los deudores

- i. Todas las obligaciones expresadas en UPAC deberán ser expresadas en términos de UVR. La ley dispone un alivio para los deudores al día, el cual consiste en un abono directo al principal de los créditos. Cada entidad hipotecaria determinará el valor del alivio estableciendo la diferencia entre el saldo de la deuda al 31 de diciembre de 1999 y el saldo resultante de reliquidar el crédito con base en la UVR a partir del 1 de enero de 1993 (artículos 38 y 41).

- ii. Contempla facilidades para readquirir vivienda entregada en dación de pago. Estas facilidades no existían en el pasado. Para entender mejor este punto, téngase en cuenta que el valor de los bienes recibidos en pago por las CAV aumentó en un 93% entre 1998 y 1999. En el caso del BCH, dicho rubro del balance aumentó en un 110% entre las mismas fechas²⁷. La ley con-

templa que si el bien entregado en dación de pago, aún no ha sido vendido, las entidades receptoras podrán ofrecerlos en arriendo a los antiguos propietarios, y celebrar con ellos un contrato de opción de readquisición por un término de hasta tres años. Si el bien ya fue vendido, la institución hipotecaria podrá ofrecer otro bien bajo iguales condiciones.

- iii. La readquisición de un bien mediante el procedimiento comentado genera obligaciones para el beneficiario. Las más importantes son las siguientes: la vivienda deberá habitarse hasta por tres años, durante los cuales pagará un canon de arrendamiento igual al 0,8% del avalúo comercial del bien. Igualmente, el deudor deberá observar un programa de ahorro equivalente al 30% del valor del inmueble. Este ahorro le otorga al deudor el derecho de recibir del Gobierno \$1 por cada peso ahorrado, sin sobrepasar el 15% del valor del inmueble. Tal ahorro se destinará a cubrir el precio de readquisición de la vivienda (artículo 46).
- iv. Al recibir el alivio, los deudores al día también se obligan a perseverar en su comportamiento financiero, so pena de perder el abono. En efecto, los deudores quedan obligados a no incurrir en moras superiores a 12 meses para asegurar el abono mencionado (artículo 41).

c) Crédito hipotecario y mercado de capitales

- i. La ley autoriza la creación de un nuevo activo financiero -el Bono Hipotecario-, destinado exclusivamente al financiamiento de largo plazo de proyectos de vivienda. Las inversiones realizadas en dichos bonos gozarán de beneficios tributarios, siempre y cuando ellas se hagan por períodos no inferiores a cinco años (artículos 9 y 16).
- ii. Para financiar los abonos sobre los saldos de deuda individuales, la ley crea unos títulos -Títulos de Reducción de Deuda (TRD)- los cuales serán emitidos por el Gobierno Nacional con plazo de 10 años y negociables en el mercado de capitales. El valor principal de los títulos se pagará a su vencimiento en un solo desembolso, o antes si así lo permiten las condiciones fiscales (artículo 44).

- iii. Los TRD serán adquiridos en el mercado *primario* por las instituciones financieras (no sólo por los establecimientos de crédito) a título de inversión forzosa. Dicha inversión se causará sobre los pasivos con el público de los establecimientos de crédito, durará seis años, y su monto representará el 0,68% anual de aquellos pasivos (artículo 45).
- iv. La ley dispone la creación de un Fondo de Reserva para la Estabilización Hipotecaria, el cual sería administrado por el Banco de la República. El propósito es establecer una cobertura de riesgo del diferencial que pueda surgir entre la tasa de interés y la tasa de inflación (artículo 48). El Banco podrá ofrecer dicha cobertura únicamente para el saldo de la cartera de vivienda individual a finales de 1999 (aproximadamente el 8% del PIB).
- v. Un aspecto de interés de la nueva ley para el futuro del mercado de capitales, es el de la titularización de la cartera hipotecaria (artículo 12). El Gobierno Nacional, directamente, o a través de Fogafin, podría participar en el capital de sociedades titularizadoras (artículo 15). Es muy probable que las antiguas CAV y otras instituciones hipotecarias inviertan en el montaje de una titularizadora hipotecaria. Además, algunas organizaciones internacionales como la *International Finance Corporation* estaría interesada en invertir en dicho tipo de compañía, de la mano del sector privado colombiano. De ser exitoso este proyecto de titularizadora, u otros semejantes que permitan obtener economías de escala, se beneficiaría el mercado de capitales, y quizá se convierta en una alternativa de mercado a la emisión de los títulos TRD.

4) Ley 550 de 1999 (Intervención Económica)

a) *¿Por qué una ley de intervención?*

Una de las motivaciones centrales de la ley es la necesidad de enfrentar el colapso de las relaciones crediticias con medidas de tipo contractual y no procesal. En la exposición de motivos del proyecto de ley se reconoce que el bajonazo del crédito durante el último año correspondió al deterioro de las relaciones entre acreedores y deudores:

“ ... el sistema financiero debió enfrentar el deterioro de la calidad de su cartera, aumentando sensiblemente sus provisio-

nes y viéndose obligado a recibir numerosas daciones en pago y a cerrar prácticamente el crédito nuevo ante la desmejora en la percepción de riesgo de sus clientes”.

La ley tiene como objetivo central la creación de un marco favorable a la reestructuración empresarial. Este es el sentido dado en la ley a la expresión “intervención económica”. El tema es similar a la discusión adelantada en los Estados Unidos acerca de la reforma al Capítulo 11, que buscaba crear un marco no judicial sino contractual en favor del acercamiento entre empresarios y banqueros. Se trata de diseñar un esquema válido para enfrentar, no dificultades individuales y ocasionales, sino colectivas, con potenciales efectos devastadores sobre la economía²⁸.

b) Cambios introducidos por la ley de intervención

- i. Se *suspende* el régimen concursal vigente (por cinco años), de naturaleza judicial, y se le sustituye por acuerdos entre deudores y acreedores bajo la guía de la Superintendencia de Sociedades.
- ii. El voto del empresario se sustituye por el de los acreedores internos, entendiendo como tales los socios de las empresas cuya participación en el poder decisorio dependerá de la importancia relativa del patrimonio frente a las acreencias externas. Con esto se alivia el poder de veto de los empresarios (con igual poder decisorio que el conjunto de los acreedores), tradicionalmente considerado como una traba para eventuales acuerdos, la ley de intervención establece salidas.
- iii. La ley establece que, con excepción de compromisos laborales y pensionales, se puedan definir las prelacións contractuales surgidas de la negociación. Con esto se flexibiliza el régimen de prelación de créditos que tradicionalmente actuaba en contravía de los acuerdos ya que, generalmente, se orientaba a la liquidación del patrimonio.

3. Resumen y conclusiones

El balance bancario se deterioró notablemente entre mediados de 1998 y mediados de 1999. La Emergencia Económica de noviembre de 1998, y una variedad de medidas adoptadas a lo largo de 1999 han buscado,

en conjunto, restablecer la liquidez del sistema financiero, fortalecer el patrimonio bancario, aliviar la carga financiera de los deudores hipotecarios, y revitalizar las relaciones entre acreedores y deudores.

Durante 1999 la intervención del Estado en el sector financiero estuvo guiada por criterios como el de minimizar la oficialización de entidades, evitar el denominado riesgo moral y el favorecimiento de los socios de las instituciones de crédito, y proteger los ahorros del público. Varios indicadores sugieren que las medidas estarían evitando el mayor deterioro que el sistema financiero habría sufrido en su ausencia.

La banca privada que requería recursos crediticios para su capitalización, seguramente ya acudió al Fogafin. Los bancos que no lo hicieron se están capitalizando por sus propios socios, o a través de la colocación de acciones en mercados internos e internacionales. La expectativa de las autoridades es que las capitalizaciones que aún sean necesarias provengan de los accionistas.

El avance de las reestructuraciones empresariales efectuadas dentro del marco de la Circular 039 de 1999 de la Superintendencia Bancaria constituye un buen augurio para la normalización de las relaciones entre acreedores y deudores, y un buen precedente para la puesta en marcha de la Ley de Intervención Económica aprobada recientemente por el Congreso.

La recuperación del sector financiero es un proceso que no culmina con la capitalización de los bancos y el otorgamiento de alivios a los sectores más afectados. El colapso crediticio tiende a dilatarse en la medida en la que los balances empresariales no ofrezcan síntomas de recuperación, y el marco jurídico carezca de la flexibilidad requerida en épocas críticas. La experiencia de varios países que han recorrido caminos similares en el pasado reciente, indica que las medidas de apoyo y rescate no son suficientes. La reanudación de tasas normales de crecimiento de la cartera bancaria se produce cuando los bancos, con sus índices de solvencia restablecidos, perciben una reanimación sostenida de los negocios empresariales, y confían en la estabilidad futura de las normas jurídicas.

El año de 1999 fue muy prolífico en medidas destinadas al restablecimiento del sector financiero. Entre ellas se destaca la nueva ley de vivienda y financiamiento hipotecario de largo plazo. Un requisito esencial

para el éxito de determinaciones de tanta trascendencia como la que acaba de citarse, es el de la estabilidad del marco jurídico, sobre el cual se apoyan las previsiones de ahorradores e inversionistas.

D. Política fiscal

La evaluación de la situación fiscal que aquí se presenta utiliza la metodología del FMI, la cual contiene importantes diferencias con la metodología de operaciones efectivas de caja que tradicionalmente se utilizaba. La ventaja de emplear esta nueva metodología consiste en que el balance fiscal del Gobierno Central se mide bajo el criterio de causación (incluyendo la totalidad del rezago presupuestal) y se contabiliza el estado de resultados del Banco de la República y de Fogafin, con lo cual se obtiene una medida más exacta del déficit del sector público (véase Recuadro).

1. Política fiscal en 1999

Al cierre de 1999, las finanzas del sector público consolidado registraron un déficit de 5,1% del PIB y las del sector público no financiero (SPNF) de 6,0% del PIB²⁹. Si bien el propósito inicial del Gobierno Nacional era la reducción del tamaño del déficit consolidado, especialmente como resultado de la aplicación de la reforma tributaria y del establecimiento de un impuesto a las transacciones financieras, varios factores inesperados como la contracción de la actividad económica, el terremoto en el eje cafetero y la crisis del sector financiero impidieron la consecución de un mejor resultado fiscal. El desempeño fiscal se enmarca dentro de los términos del acuerdo establecido con el FMI, el cual contemplaba para 1999 un deterioro de las finanzas públicas, situación sobre la cual el programa prevé su corrección (Cuadro 10).

Por el lado del Gobierno Central, los cálculos oficiales registran un déficit de 7,6% del PIB³⁰, el cual representa un aumento de 2,3% del PIB respecto al valor observado en 1998. Una de las características del desempeño fiscal del Gobierno es el bajo nivel de recaudo por impuestos, el cual está asociado al decrecimiento tanto del producto como del valor de las importaciones. En conjunto, el recaudo de los impuestos apenas alcanzó un crecimiento del 8,4% a pesar de los mayores recursos derivados de la reforma tributaria aprobada a finales de 1998 y del establecimiento de un impuesto del dos por mil sobre los retiros bancarios. El bajo nivel de recaudo se manifestó tanto en los tributos de ori-

Cuadro 10
Sector público consolidado
Déficit (-) o Superávit (+)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	1998	1999 (pr)	1998	1999 (pr)
Eléctrico	(797,0)	(437,0)	(0,6)	(0,3)
Carbocol	117,0	266,0	0,1	0,2
F.A.E.P.	155,0	533,0	0,1	0,4
Ecopetrol	130,0	933,0	0,1	0,6
Telecom	206,0	(70,0)	0,1	(0,0)
Resto de entidades	(82,0)	160,0	(0,1)	0,1
Seguridad social	2.381,0	1.517,0	1,7	1,0
Regional y local	(40,0)	(524,0)	(0,0)	(0,4)
Fondo Nacional del Café	(37,0)	(43,0)	(0,0)	(0,0)
1.Subtotal sector descentralizado	2.033,0	2.335,0	1,4	1,6
2.Gobierno Nacional	(7.441,8)	(11.338,5)	(5,3)	(7,6)
A.Total sector público no financiero (1 + 2) 1/	(5.408,8)	(9.003,5)	(3,8)	(6,0)
B.Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	1.108,0	608,0	0,8	0,4
C.Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	n.d.	828,0	n.d.	0,6
D.Costo de la reestructuración financiera	0,0	(10,0)	0,0	(0,0)
E.Total sector público consolidado (A + B + C + D)	(4.300,8)	(7.577,5)	(3,0)	(5,1)

(pr) Preliminar.
n.d. No disponible.
1/ Estos cálculos incluyen la variación del rezago presupuestal del Gobierno Nacional Central.
Fuente: Confis.

gen interno como en los impuestos a las importaciones. Mientras renta e IVA interno registraron crecimientos nominales de 4,9% y 17,2%, los impuestos de aduanas e IVA externo decrecieron 16,6% y 18,3%, respectivamente. A diferencia de los ingresos por impuestos, las demás rentas del Gobierno Central registran un crecimiento del 50,3% gracias a la transferencia de los excedentes financieros de las empresas y establecimientos públicos nacionales (Cuadro 11).

Respecto a los gastos, los cálculos del Gobierno revelan un crecimiento de 22,9% en intereses y de 24,1% en funcionamiento y una caída de 1,1% en inversión. Al interior del funcionamiento se observa que mientras los gastos generales decrecen 1,5%, los servicios personales y las transferencias registran una expansión de 15,7% y de 29,3%, respectivamente. El dinamismo de las transferencias está asociado a los pagos por situado fiscal, participaciones municipales y pensiones cuyos crecimientos respectivos alcanzaron 36,3%, 26,7% y 19,8%. Es importante

Cuadro 11
Gobierno Nacional Central
(Miles de millones de pesos)

	1998	1999 (pr)	Crecimiento anual
I. Ingresos totales (A + B)	16.775,0	18.997,4	13,2
A. Ingresos tributarios	14.825,4	16.066,6	8,4
Renta	6.109,2	6.409,5	4,9
IVA interno	4.038,0	4.734,3	17,2
IVA externo	2.368,5	1.935,1	(18,3)
Gravamen	1.646,6	1.372,6	(16,6)
Gasolina	641,8	706,5	10,1
Otros 1/	21,3	908,6	4.165,7
B. Ingresos no tributarios y otros	1.949,6	2.930,8	50,3
II. Gastos totales (A + B + C + D)	23.820,8	29.404,6	23,4
A. Intereses	4.089,6	5.025,5	22,9
Externos	1.194,6	1.559,2	30,5
Internos	2.895,0	3.466,3	19,7
B. Funcionamiento	17.122,0	21.254,6	24,1
Servicios personales	3.547,9	4.106,2	15,7
Gastos generales	1.315,3	1.295,6	(1,5)
Transferencias	12.258,8	15.852,8	29,3
Situado fiscal	3.300,8	4.499,7	36,3
Fondo de Crédito Educativo	694,2	425,6	(38,7)
Participaciones municipales	2.480,3	3.141,6	26,7
Pensiones	2.556,6	3.063,4	19,8
Sector financiero	0,0	920,6	n.a.
Otras	3.226,9	3.801,9	17,8
C. Inversión	2.280,4	2.254,7	(1,1)
D. Préstamo neto	328,8	869,8	164,5
III. Rezago presupuestal	396,0	931,3	135,2
IV. Déficit (-) o Superávit (+) (I - II - III)	(7.441,8)	(11.338,5)	52,4
V. Financiamiento (A + B + C)	7.441,8	11.338,5	52,4
A. Crédito externo neto	2.701,3	3.244,0	20,1
Desembolsos	3.699,9	5.102,0	37,9
Amortizaciones	998,6	1.858,0	86,1
B. Crédito interno neto	3.997,0	5.713,0	42,9
Desembolsos	7.709,2	12.003,0	55,7
Amortizaciones	3.712,2	6.290,0	69,4
C. Otros	743,5	2.381,5	220,3
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(5,3)	(7,6)	44,8

(pr) Preliminar.

n.a. No aplicable.

1/ Incluye el impuesto del dos por mil.

Fuente: Confis.

anotar que el significativo crecimiento de los pagos por situado está relacionado con la sobrestimación del crecimiento de los ingresos corrientes contenida en el presupuesto para 1999 -la cual sirvió de base para definir el monto de las apropiaciones de transferencias territoriales- y con la imposibilidad legal para efectuar recortes en este rubro de gasto una vez detectado el problema de lento crecimiento en el recaudo de impuestos. De esta manera, el consiguiente ajuste en los pagos por situado fiscal sólo se reflejará en las operaciones del Gobierno del año 2000, como resultado de un reaforo negativo en el presupuesto de rentas del Gobierno. El mayor crecimiento del situado fiscal permitió reducir las necesidades de recursos del Fondo de Crédito Educativo, que normalmente complementa los pagos a los maestros que financia el primero. Por esta razón el situado fiscal y el Fondo de Crédito Educativo tomados en conjunto crecieron 23% durante el año.

El financiamiento del déficit de Gobierno se concentró en el crédito interno y externo por el aplazamiento para el año 2000 del programa de privatizaciones. El endeudamiento externo neto ascendió a \$3.244 mm, y el crédito interno neto alcanzó \$5.713 mm. Los instrumentos de deuda interna utilizados por el Gobierno fueron los títulos TES y los bonos de Seguridad y Paz, cuyas colocaciones totales alcanzaron \$11.933 mm y \$207 mm, respectivamente. El mayor endeudamiento aumentó la deuda total del Gobierno Central de 21,9% del PIB en 1998 a 29,5% del PIB en 1999. Tal como se señaló al discutir la evolución de la deuda externa total, este incremento también se explica por la mayor devaluación y la contracción del PIB durante 1999.

Los demás sectores y entidades del sector público no financiero registraron un superávit fiscal de 1,6% del PIB, el cual se atribuye en parte al buen comportamiento de las finanzas de Ecopetrol, que se vieron favorecidas por el incremento de los precios internacionales del crudo y por el aumento en el volumen de exportaciones. Es importante anotar que el desempeño fiscal del resto del sector público estuvo también influenciado por el deterioro en las finanzas de la seguridad social, las cuales se vieron afectadas por la caída en el nivel de actividad económica, el traslado de afiliados hacia los fondos privados y por una transferencia de Cajanal al Gobierno Central por cerca de \$800 mm.

2. Perspectivas fiscales para el año 2000

Todos los análisis muestran la necesidad de un ajuste fiscal sostenido, que comenzará a efectuarse a partir del presente año. Este ajuste contempla la ejecución de un conjunto de reformas, dentro de las cuales se incluye la adopción de una nueva reforma tributaria, la creación de un Fondo de Pasivo Pensional Territorial⁴¹, el establecimiento de límites a los gastos de funcionamiento de los entes territoriales, la redefinición del mecanismo utilizado para calcular las transferencias por situado fiscal y cesión de ingresos corrientes a municipios y la modificación al régimen de seguridad social en pensiones. En este contexto, los estimativos preliminares del Gobierno arrojan un déficit para el SPNF equivalente al 3,6% del PIB para el año 2000.

En relación con las finanzas del Gobierno Central se estima un déficit equivalente a 6,6% del PIB, el cual representa una disminución de 1,0% del PIB frente al valor observado en 1999 (Cuadro 12). En cuanto a los ingresos se proyecta un crecimiento de 17,4% en el recaudo de impuestos y una reducción de 4,6% en las demás rentas, la cual se asocia en mayor medida a la caída en el traslado de excedentes financieros por parte de los establecimientos públicos. Por su parte, los gastos de la administración central registrarán un crecimiento de 30,8% en intereses, de 4,5% en funcionamiento y de 21,1% en inversión. Al interior del funcionamiento, los servicios personales crecerán 8,5% y los gastos generales decrecerán 3,1%. A su vez, las transferencias tan solo aumentarán 4,1%, especialmente como consecuencia del ajuste realizado en el rubro de situado fiscal, el cual se origina en la caída de los ingresos corrientes observada en 1999. Con relación al financiamiento se registrará una utilización neta por \$2.555,5 mm y \$3.544,2 mm en crédito externo e interno, y por \$2.121,8 mm en privatizaciones. Dentro del plan de privatizaciones se tiene prevista la venta de Carbocol, de ISA y de Isagen.

Para el resto del sector público no financiero se estima un superávit de 3,0% del PIB, el cual implica un aumento de 1,4% del PIB respecto al valor registrado en 1999. A nivel sectorial, vale la pena destacar la creación del Fondo de Pasivo Pensional territorial, el cual permite que el sector de la seguridad social mantenga el nivel de superávit observado en 1999. En el caso de Ecopetrol, la situación posiblemente sea mejor que la registrada en 1999, si se mantiene los elevados precios internacionales del crudo.

Cuadro 12
Gobierno Nacional Central, 2000 (proy)
(Miles de millones de pesos)

	Valor	Crecimiento 2000-1999
I. Ingresos totales (A + B)	21.656,5	14,0
A. Ingresos tributarios	18.861,6	17,4
Renta	7.343,9	14,6
IVA interno	5.197,3	9,8
IVA externo	2.618,4	35,3
Gravamen	1.798,8	31,1
Gasolina	875,8	24,0
Otros 1/	1.027,4	13,1
B. Ingresos no tributarios y otros	2.794,9	(4,6)
II. Gastos totales (A + B + C + D)	32.469,1	10,4
A. Intereses	6.574,9	30,8
B. Funcionamiento	22.207,1	4,5
Servicios personales	4.453,8	8,5
Gastos generales	1.255,9	(3,1)
Transferencias	16.497,4	4,1
Situado fiscal	4.197,4	(6,7)
Fondo de Crédito Educativo	820,1	92,7
Participaciones municipales	3.374,8	7,4
Pensiones	4.216,2	37,6
Sector financiero	10,8	(98,8)
Otras	3.878,1	2,0
C. Inversión	2.730,2	21,1
D. Préstamo neto	956,9	10,0
III. Rezago presupuestal	685,9	(26,4)
IV. Déficit (-) o Superávit (+) (I - II - III)	(11.498,5)	1,4
V. Financiamiento (A + B + C)	11.498,5	1,4
A. Crédito externo neto	2.555,5	(21,2)
B. Crédito interno neto	3.544,2	(38,0)
C. Otros	5.398,8	126,7
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(6,6)	(12,7)

(proy) Proyección.
1/ Incluye el impuesto del dos por mil.
Fuente: Contis.

El Gobierno Nacional tuvo éxito impulsando ante el Congreso de la República importantes reformas durante 1999. Unas se orientaron a superar el problema del sistema financiero y crediticio, como la Ley Financiera, la de Vivienda y la de Intervención Económica. Otras leyes permitieron iniciar el saneamiento de las finanzas públicas, como la

aprobación de un presupuesto nacional austero para el presente año y la creación de un Fondo de Pasivo Pensional Territorial.

Sin embargo, la parte más sustantiva de las reformas estructurales se abordará durante la primera legislatura del año en curso. El proyecto de reforma constitucional presentado por el Gobierno Nacional, a través del cual se busca moderar y mejorar la utilización de las transferencias de carácter territorial es la reforma más importante dentro del proceso de saneamiento de las finanzas públicas. En particular, un nuevo arreglo en materia de transferencias territoriales que permita manejar el presupuesto de forma más equilibrada y flexible constituirá el primer escalón hacia la recuperación de la calificación de "grado de inversión" que recientemente perdiera el país. El ejemplo de México a este respecto es ilustrativo: su saneamiento fiscal, el control de la inflación y su dinámico comercio en el NAFTA lo acaban de llevar a ese deseado nivel de país con "grado de inversión".

En segundo lugar, el Congreso de la República emprenderá el estudio de la reforma pensional para enfrentar serios problemas en las finanzas de la seguridad social. A través de una moderación en los beneficios, una mejora en los sistemas de recaudos y la búsqueda de mayor equidad entre los colombianos (eliminando hacia el futuro los regímenes preferenciales), la sociedad como un todo mejorará su posición financiera para poder atender responsablemente las abultadas obligaciones pensionales que se están haciendo efectivas a tasas crecientes.

Por último, el Gobierno ha puesto a consideración del Congreso de la República un proyecto de Modernización Tributaria, mediante el cual se propone una reducción de las tasas del impuesto de renta, la adopción permanente del impuesto a las transacciones financieras, exceptuando las de los mercados interbancarios y de divisas, y la creación del régimen de impuesto sustitutivo para reemplazar los impuestos de renta e IVA de los pequeños y medianos contribuyentes.

Los analistas nacionales e internacionales, la banca internacional privada y multilateral, el Gobierno Nacional, el Congreso de la República, el Banco de la República y la opinión pública saben que del resultado de la actual legislatura pende la suerte económica del país, no tanto por su referencia inmediata al programa de ajuste, sino porque las reformas antes discutidas tocan con los problemas estructurales más profundos que viene enfrentando el país durante la última década.

LA NUEVA METODOLOGÍA PARA EL CÁLCULO DEL DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

Desde mediados de la década del 80 el balance fiscal del sector público no financiero (SPNF) se elabora con base en una metodología de operaciones efectivas, la cual utiliza los movimientos de caja de los ingresos y de los gastos del Gobierno y de las entidades públicas. Si bien este tipo de medición ha sido muy útil para los fines de la programación macroeconómica, contiene algunos problemas. Su visión exclusiva de movimientos de caja le impide tener en cuenta operaciones que afectan el balance fiscal tales como el incremento de las cuentas por pagar. En otros casos contabiliza en un solo período ingresos que se generan por operaciones que cubren varios períodos, como el pago de una licencia por concepto de una concesión que dura varios años, o una titularización sobre producción de petróleo futura.

Para subsanar estos problemas desde hace algún tiempo tanto el Gobierno Nacional como el Fondo Monetario Internacional han venido trabajando en el diseño de una metodología que valore las operaciones de causación y que amplíe la medición del déficit del sector público. En ese sentido, la nueva medición del balance fiscal permite establecer el déficit o superávit del sector público consolidado, el cual resulta de la agregación del balance fiscal del SPNF, el estado de pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República y del Fogafin, y el costo asociado a la reestructuración del sistema financiero.

Las operaciones de causación se refieren a movimientos contables que, aunque no tengan contrapartida en movimientos de caja, también afectan el balance fiscal. En particular, para reflejar con mayor veracidad las presiones fiscales, el nuevo cálculo oficial incluye la variación del rezago presupuestal, que está conformado por las cuentas por pagar y las reservas presupuestales del Gobierno Nacional Central. Así mismo, el criterio de causación excluye los ingresos de caja por titularizaciones de petróleo y por concesiones en telecomunicaciones y en su lugar contabiliza únicamente el valor correspondiente a las alícuotas anuales que se derivan de este tipo de operaciones. El subsidio a los deudores hipotecarios, creado recientemente por la Ley de Vivienda, se reparte a lo largo del período de amortización de la deuda, y se incluye en los costos de reestructuración del sistema financiero. Finalmente, una parte del impuesto a las transacciones financieras del Gobierno se traslada de las cuentas del Gobierno Central al balance del Fogafin. Al excluir algunos ingresos y al incluir la variación del rezago presupuestal, la nueva metodología tiende a arrojar un déficit fiscal superior al que se obtenía mediante las operaciones efectivas de caja, tal como se observa en el Cuadro adjunto para el caso de 1999.

Sector público consolidado 1999
Nueva metodología para el cálculo del déficit

	Miles de millones de pesos	Porcentaje del PIB
A. Gobierno Nacional Central, metodología tradicional	(8.889,3)	(6,0)
Concesiones	(140,0)	(0,1)
Utilidades del Banco de la República	(1.244,0)	(0,8)
Alicuotas concesiones	238,1	0,2
Otros	(372,0)	(0,2)
Variación del rezago presupuestal	(931,3)	(0,6)
B. Gobierno Nacional Central con nueva metodología	(11.338,5)	(7,6)
C. Resto del sector público, metodología tradicional	2.548,0	1,7
Titularización de crudo	(277,0)	(0,2)
Concesiones canales privados de televisión	(95,0)	(0,1)
Alicuota titularización de crudo	179,0	0,1
Otros	(20,0)	0,0
D. Resto del sector público con nueva metodología	2.335,0	1,6
E. Déficit SPNF, metodología tradicional (A + C)	(6.341,3)	(4,3)
F. Déficit SPNF con nueva metodología (B + D)	(9.003,5)	(6,0)
1. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	608,0	0,4
2. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	828,0	0,6
3. Costo de la reestructuración financiera	(10,0)	0,0
G. Ajustes (1 + 2 + 3)	1.426,0	1,0
H. Déficit del sector público consolidado (F + G)	(7.577,5)	(5,1)

Fuente: Confis.

IV. RESULTADOS DE LA INFLACIÓN Y TENDENCIAS BÁSICAS

La inflación anual medida por el IPC se situó en diciembre de 1999 en 9,2%, inferior en 7,5 puntos porcentuales a la que se observó en diciembre de 1998 y por debajo de la meta de inflación del 15% establecida por el Banco de la República para ese año. La inflación de diciembre de 1999 es la más baja registrada para un fin de año desde 1970, siendo la primera vez que se observa una inflación al consumidor de un dígito en los últimos 30 años.

La reducción de la inflación durante el último año debe permitir profundizar el proceso de control de la inflación que la Junta Directiva ha emprendido desde su creación, en cumplimiento del mandato constitucional que le ordena al Banco de la República como tarea fundamen-

tal lograr la estabilidad de precios. Gracias a los esfuerzos de la autoridad monetaria, la inflación en Colombia se ha reducido paulatinamente y casi sin interrupciones en los últimos ocho años, pasando de ser una inflación moderada o alta, con niveles que fluctuaban entre el 25% y el 30% a fines de la década de los 80 y comienzos de los 90, a ser una inflación que podría calificarse como baja (inferior al 10%) y que se acerca mucho a aquellas que se observan en países desarrollados que gozan de una importante estabilidad económica.

Los logros en materia inflacionaria han sido posibles, en gran parte, gracias a una política monetaria que ha buscado explícitamente controlar los excesos de liquidez de la economía, regulando la tasa de crecimiento del dinero. A partir de la literatura económica y de la experiencia internacional, se puede reconocer la existencia de un nexo importante entre el comportamiento de los agregados monetarios y la inflación en el largo plazo. Usualmente, en muchas economías, períodos de aceleración de la inflación han estado acompañados por políticas monetarias laxas que se han reflejado en una aceleración de la tasa de crecimiento del dinero. Por el contrario, las políticas de control de la inflación surten efecto sólo en la medida en que se ven acompañadas por una reducción en el ritmo de crecimiento del dinero.

El caso colombiano no ha sido la excepción. La reducción de la inflación en Colombia durante la década del 90 ha estado acompañada por una disminución en el ritmo de crecimiento de los diferentes agregados monetarios. En adición a ello, un factor que ayudó a disminuir la inflación más de lo previsto durante 1999 fue la profundidad de la recesión económica. En períodos de recesión, cuando el ingreso se sitúa por debajo de su nivel potencial, cabe esperar menores presiones inflacionarias, ya que los agentes económicos moderan sus ajustes en precios, ante la debilidad de la demanda y la baja utilización de su capacidad instalada. Sectores con demandas altamente elásticas al ingreso suelen ser especialmente afectados, teniendo que realizar ajustes mínimos en precios para evitar una disminución adicional de sus ventas. En Colombia este fue el caso de muchos bienes de origen industrial, como vestuario y electrodomésticos, cuyo consumo puede ser aplazado sin mayores contratiempos, o el de muchos servicios no esenciales como aquellos relacionados con cultura y esparcimiento.

Otro factor que facilitó la reducción de la inflación fue el buen desempeño de la oferta agrícola, gracias a un favorable régimen de lluvias en este año y a los altos precios registrados durante 1998. Especialmente

durante el primer semestre, se observaron incrementos inferiores a los normales en la mayor parte de los precios de los productos agropecuarios que componen la canasta del IPC. Esto permitió que durante los dos primeros trimestres no se presentaran las presiones inflacionarias que usualmente tienen su origen en este grupo de bienes a comienzos de año, y que dificultan la reducción de la inflación durante los meses siguientes.

Ambas circunstancias, recesión y oferta agrícola, explican por qué la inflación para 1999 pudo situarse por debajo de la meta establecida por el Banco de la República. Sin embargo, ellas no hubieran podido garantizar por sí solas la reducción de la inflación como lo sugieren numerosas situaciones de nuestra historia económica reciente y la de otros países latinoamericanos. En efecto, la historia económica de la región abunda en casos en los cuales fuertes contracciones económicas han estado acompañadas de altas inflaciones. Tal es el caso de las economías de Argentina, Brasil y Perú durante la década de los 80, las cuales experimentaron inflaciones considerables en medio de profundas recesiones (Cuadro 13). Igualmente, en Colombia durante 1991, se observó una aceleración de la inflación pese a que el país se encontraba en una recesión económica moderada. En la actualidad, las economías de Venezuela y Ecuador también atraviesan un período de recesión profunda sin que por ello hayan visto alguna ganancia en su lucha contra la inflación, la cual se encuentra en niveles altos para ambos países (Cuadro 14).

Así, si bien la recesión contribuyó a desacelerar la inflación, lo hizo gracias a que durante el año pasado se contó con un programa económico

Cuadro 13
Inflación y crecimiento: evidencia
de algunos países latinoamericanos

Promedios	Argentina		Brasil		Perú	
	1970-1979	1980-1989	1970-1979	1980-1989	1970-1979	1980-1989
Crecimiento PIB	2,9	(0,5)	8,5	2,3	3,9	0,1
Inflación anual	132,9	565,7	30,6	327,4	26,5	481,3

Fuente: ABN-AMRO, WEFA Group.

Cuadro 14
Crecimiento e inflación: experiencia reciente
Ecuador, Venezuela y Colombia, 1999

		Ecuador		Venezuela		Colombia	
		Crecimiento anual PIB trimestral	Inflación anual	Crecimiento anual PIB trimestral	Inflación anual	Crecimiento anual PIB trimestral	Inflación anual
1999	I	(4,4)	50,4	(9,3)	30,7	(5,7)	13,5
	II	(6,6)	47,2	(8,9)	30,0	(7,2)	9,0
	III	(7,1)	53,4	(5,9)	29,2	(4,6)	9,3
	IV	(11,1)	60,7	(4,5)	28,5	(3,1)	9,2

Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

tendiente a garantizar la estabilidad macroeconómica en el mediano plazo. Parte de la ejecución de este programa consistió en la adopción de una política monetaria prudente, que permitió un crecimiento de la base monetaria acorde con la estrategia de mayor estabilidad en precios.

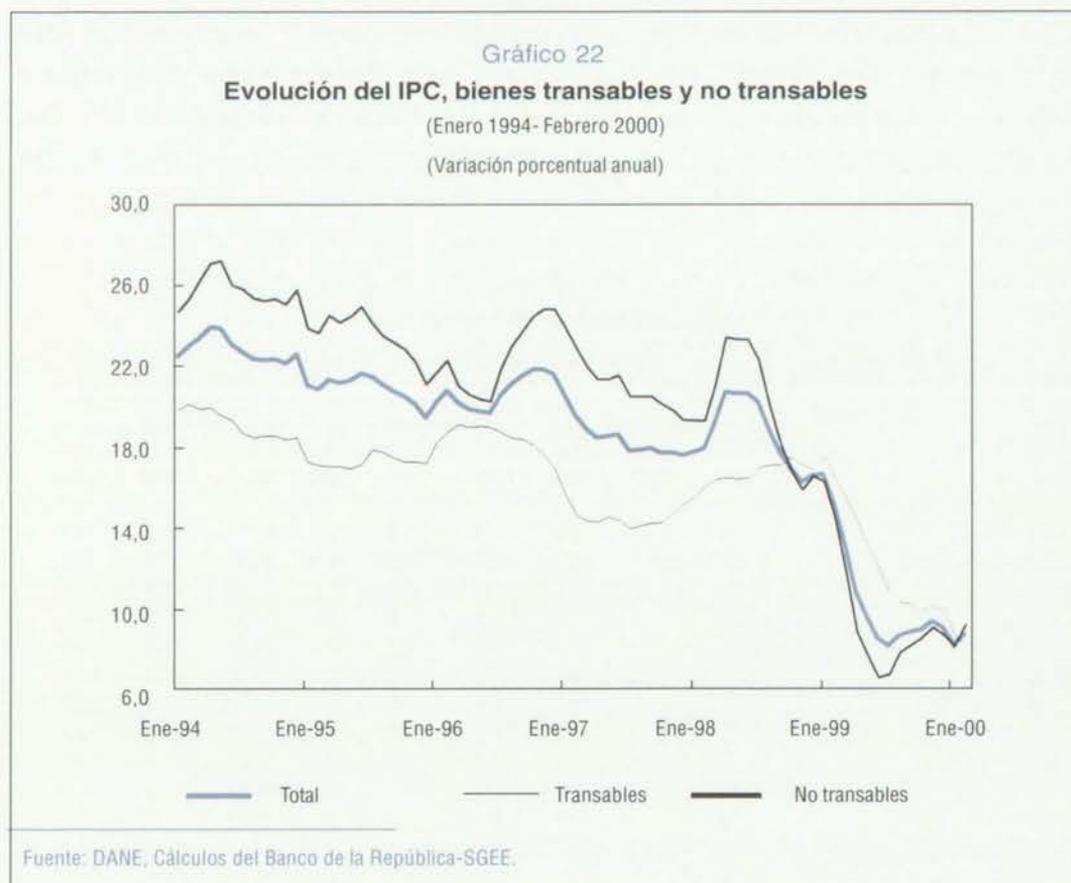
La continua reducción de la inflación a partir de 1992 también facilitó esta labor en la medida en que ella ha permitido otorgar cada vez mayor credibilidad a la meta de inflación establecida por el Banco, lo cual hace más probable que los agentes económicos la incorporen en el momento de formar expectativas acerca de la inflación futura. De esta manera, con la reducción gradual de las metas de inflación se han reducido las expectativas de inflación del público. Todos estos factores han contribuido a que durante el último año hayan comenzado a desactivarse varios de los muy arraigados mecanismos de indexación que han existido en Colombia durante tres décadas y que han dado a la inflación colombiana un carácter fuertemente inercial, haciendo muy costoso su desmonte.

La existencia de una política tendiente a ajustar los desequilibrios macroeconómicos también neutralizó los efectos inflacionarios que normalmente siguen a una devaluación nominal como la que experimentó la economía el año anterior. Para que una devaluación nominal no se traduzca en mayor inflación tienen que darse dos requisitos. En primer lugar, que la devaluación nominal se dé en circunstancias en las cuales el tipo de cambio real se encuentra revaluado. Así, la devaluación nomi-

nal permite que el tipo de cambio se sitúe en su posición de equilibrio de largo plazo. En segundo lugar, que la política monetaria no valide las expectativas de mayor inflación que normalmente surgen después de un episodio de fuerte devaluación nominal. Sin el cumplimiento de ambos requisitos, hubiera sido muy difícil desacelerar la inflación durante 1999, y la economía colombiana hubiera podido revivir episodios pasados como los acontecidos en 1990-1991, cuando la mayor devaluación aceleró la inflación sin traducirse en un incremento permanente del tipo de cambio real de equilibrio, o podría haber caído en un círculo peligroso de devaluación e inflación como en el que se encuentran las economías de algunos países vecinos en la actualidad.

A. Índice de precios al consumidor

La importante reducción de la inflación en el último año se concentró en el primer semestre, en tanto que en el segundo semestre la inflación se estabilizó en niveles inferiores al 10% (Gráfico 22). Para diciembre de 1999, las tasas de crecimiento anual de los precios de la totalidad de los



grandes grupos que componen la canasta del IPC fueron inferiores a las observadas en diciembre de 1998 (Cuadro 15). Aún así, la importante reducción de la inflación en este último año reflejó cuatro hechos fundamentalmente. En primer lugar, una importante desaceleración de la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos en el primer semestre del año. A junio de 1999, los precios de este grupo exhibieron un crecimiento anual de solo 0,3%, y si bien durante el segundo semestre del año se observó un repunte importante, su crecimiento a final de año (7,5%) fue inferior a la inflación total del IPC. En segundo lugar, la reducción en la tasa de crecimiento de los precios de un sector con gran peso en la canasta familiar como es la vivienda. Esta reducción, que se dio de manera progresiva a lo largo de todo el año, permitió que a diciembre los precios de este grupo crecieran a una tasa anual de 5,8%. Por último, la reducción de la inflación durante 1999 reflejó el satisfactorio desempeño de los precios de los grupos vestuario y diversión, cultura y esparcimiento. A diciembre, el crecimiento anual de los precios de ambos rubros fue de 3,1% y 2,4%, respectivamente.

Los demás grupos, si bien contribuyeron a reducir la inflación, exhibieron tasas de crecimiento anual a diciembre superiores a la inflación total. Es el caso de educación, cuyo crecimiento anual en precios al último mes del año fue de 12,4%. Aun así, este crecimiento se compara muy favorablemente con el observado a finales de 1998 (18,6%). Por último, los grupos que registraron mayor crecimiento en precios du-

Cuadro 15
Índice de precios al consumidor
(Variaciones porcentuales)

	I semestre			II semestre			Anual		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
IPC	11,3	14,1	6,5	5,8	2,3	2,5	17,7	16,7	9,2
Alimentos	9,0	21,7	5,6	6,8	(5,0)	7,3	16,4	15,7	7,5
Vivienda	10,7	9,1	4,2	6,2	6,8	2,7	17,6	16,6	5,8
Vestuario	5,5	4,5	2,1	3,7	3,1	1,6	9,4	7,8	3,1
Salud	16,6	15,4	11,0	4,2	4,5	6,0	21,5	20,6	15,1
Educación	19,7	16,2	10,6	2,5	2,0	7,1	22,8	18,6	12,4
Cultura y esparcimiento	n.d.	n.d.	5,4	n.d.	n.d.	1,0	n.d.	n.d.	2,4
Transporte	15,2	14,2	11,0	5,3	5,2	11,8	21,3	20,2	18,7
Otros	10,4	10,6	11,2	7,0	8,7	11,1	18,2	20,2	16,1

n.d. No disponible.

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

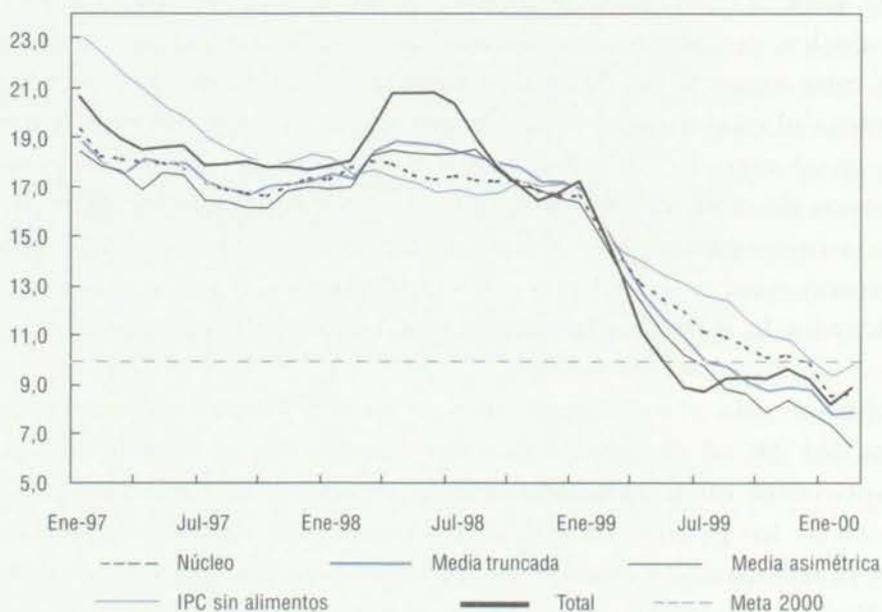
rante 1999 fueron los de salud (15,1%), otros gastos (16,1%) y transporte (18,7%).

Desde un punto de vista clasificatorio, la reducción de la inflación fue posible pese a que durante el año se presentaron variaciones importantes en los precios relativos que explicaron el repunte de precios de bienes muy específicos. Tal fue el caso del incremento en los precios de la gasolina el cual motivó el alto reajuste en precios del sector transporte. De igual manera, la extensión del IVA a varios productos básicos a comienzos de año también explicó el alza en precios registrada por el rubro de otros gastos. Por último, el desmonte gradual de los subsidios al consumo en el caso de los servicios públicos se tradujo en incrementos superiores a la inflación promedio para energía y agua.

Al examinar una clasificación alterna de los bienes que componen la canasta del IPC se encuentra que la devaluación no ejerció una influencia importante en la inflación anual, como se desprende del comportamiento de los precios de los bienes transables (Gráfico 22). Al finalizar el año, la inflación de este grupo de bienes (9,9%) no fue muy superior a la inflación de los bienes no transables (8,7%), en especial teniendo en cuenta la magnitud de la devaluación del año, la cual fue del orden del 22%. El mejor desempeño de los bienes no transables (flexibles, indexados y cíclicos) durante la primera mitad del año obedeció esencialmente al buen desempeño del precio del subgrupo de bienes flexibles, el cual corresponde a alimentos no procesados excluyendo carnes y lácteos, y en menor medida al de bienes del subgrupo de cíclicos (carnes y lácteos). La inflación del subgrupo de indexados, el cual está constituido en su mayor parte por servicios, se redujo gradualmente a lo largo del año en la medida en que la inflación total se desaceleraba, como es de esperar en este tipo de bienes.

La reducción de la inflación medida por el IPC también se reflejó en una disminución de los diferentes indicadores de inflación básica que calcula el Banco de la República (IPC sin alimentos, núcleo, media y media asimétrica)³². Estos indicadores miden la inflación de origen monetario, es decir, aquella sobre la que tiene influencia la autoridad monetaria, y descartan las variaciones de precios asociadas con fenómenos de oferta. Por esta razón deben ser mejores aproximaciones de la inflación de demanda que la inflación medida por el IPC. Como se observa en el Gráfico 23, la totalidad de estos indicadores exhibieron una tendencia decreciente durante todo el año. Esta tendencia se mantuvo fir-

Gráfico 23
Evolución de los indicadores de inflación básica
 (Enero 1997-Febrero 2000)
 (Variación porcentual anual)



Fuente: DANE, Cálculos del Banco de la República-SGEE.

me durante el segundo semestre del año, inclusive a pesar del estancamiento de la inflación medida por el IPC. Gracias a ello, dos de los cuatro indicadores de inflación básica (media y media asimétrica) lograron registrar tasas de crecimiento inferiores a la inflación medida por el IPC para diciembre.

B. Índice de precios del productor

La inflación medida por el Índice de Precios del Productor (IPP) tuvo un comportamiento irregular durante 1999 que contrastó con la tendencia decreciente que mostró la inflación medida por el IPC. Si bien durante el primer semestre la inflación anual medida por el IPP decreció de manera significativa hasta alcanzar una tasa de 6,1%, la más baja para cualquier mes desde 1970, durante el segundo semestre esta tendencia se revirtió. Para diciembre de 1999 la inflación anual fue de 12,7%, inferior a la observada en igual mes de 1998 en solo 0,8 puntos porcentuales.

La importante reducción de la inflación medida por el IPP durante el primer semestre fue posible gracias al muy bajo crecimiento en los precios de los bienes de origen agrícola durante todo este período y al descenso en los precios de los combustibles hasta marzo. A partir de abril se dio un repunte importante en los precios de los combustibles como consecuencia del incremento del precio internacional del crudo y de la aceleración de la devaluación nominal que creó presiones inflacionarias importantes sobre la canasta del IPP. Durante el segundo semestre se mantuvieron las presiones inflacionarias originadas en el incremento del precio de los combustibles y se acentuaron las producidas por la devaluación nominal como lo sugiere la aceleración en el crecimiento de los precios de los bienes importados. Todos estos factores condujeron al repunte de la inflación medida por el IPP. Hacia finales de año las presiones originadas en la devaluación tendían a desaparecer, pero eran sustituidas por las originadas en un repunte de los precios de los bienes agrícolas.

A diciembre, el mayor crecimiento en la clasificación por procedencia recayó en los bienes exportados cuyo crecimiento anual fue de 26,7%. Le siguen los bienes importados con un crecimiento anual de 16,1% y los bienes producidos y consumidos en el país con un crecimiento anual de 11,6% (Cuadro 16). En cuanto a los crecimientos en precios según la clasificación CIU, la mayor tasa se observó en el grupo de minería (31,1%), seguido por el de bienes industriales (12,7%) y agrícolas (11,7%).

Estudios recientes muestran que no existe una estrecha correlación entre el IPP y el IPC³³. Esto se debe a que el primero no incluye servicios tales como educación, salud y recreación que sí están en el IPC. Por su parte, el IPC no incluye materias primas ni bienes de capital sino únicamente bienes de consumo final. Por esta razón la única manera de encontrar una relación entre estos índices es comparando el IPP consumo final con el IPC excluyendo servicios.

C. Perspectivas para el año 2000

Durante 1999 se logró un quiebre importante en la inflación en Colombia. La reducción de la inflación a niveles de un dígito estuvo acompañada de una significativa reducción de las expectativas de inflación como lo señalan varias circunstancias. Es así como el incremento salarial pactado para el año 2000 para buena parte de trabajadores se efectuó a tasas cercanas al 10%. En el caso del salario mínimo, el cual cubre

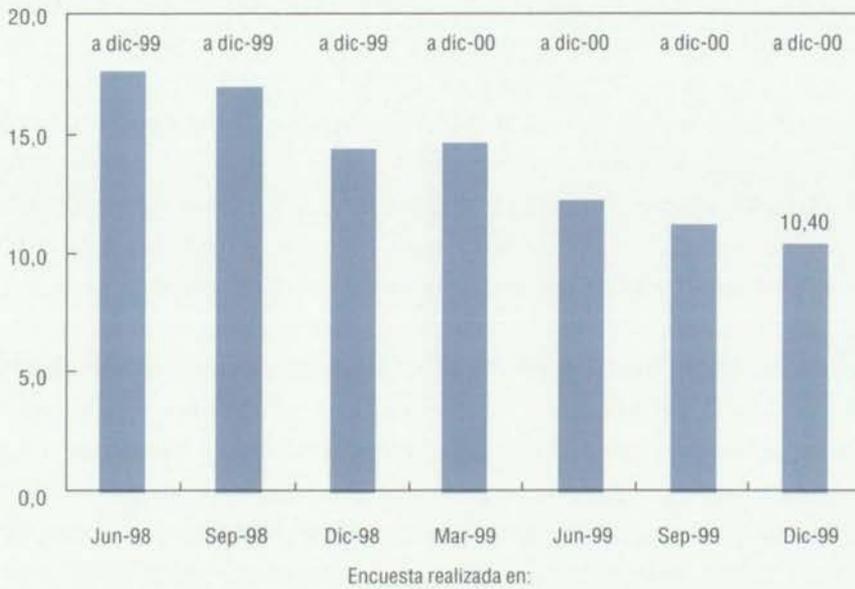
Cuadro 16
Índice de precios del productor
 (Variaciones porcentuales)

	I semestre			II semestre			Anual		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
IPP	12,2	12,2	4,9	4,7	1,1	7,5	17,5	13,5	12,7
Según uso o destino económico									
Consumo intermedio	14,1	9,6	4,1	2,3	2,4	8,0	16,6	12,2	12,4
Consumo final	10,9	17,4	5,6	7,6	(2,0)	6,5	19,3	15,2	12,4
Bienes de capital	6,5	7,7	5,5	6,5	6,3	9,8	13,3	14,5	15,8
Materiales de construcción	9,6	3,4	7,3	7,1	8,7	6,5	17,5	12,4	14,3
Según procedencia									
Producidos y consumidos	13,2	13,1	4,9	4,0	0,4	6,3	17,7	13,6	11,6
Importados	4,7	5,6	4,5	10,7	6,6	11,1	15,9	12,6	16,1
Exportados 1/	27,1	(0,4)	7,7	7,4	4,6	17,7	36,5	4,3	26,7
Según origen industrial -CIU-									
Agricultura, silvicultura y pesca	23,7	21,3	3,6	(0,4)	(9,3)	7,8	23,3	10,0	11,7
Minería	(4,3)	(9,6)	25,2	10,2	1,6	4,8	5,5	(8,2)	31,1
Industria manufacturera	8,6	9,5	4,9	6,6	5,4	7,4	15,8	15,5	12,7

1/ El IPP total no incluye los bienes exportados, su cómputo se realiza con la suma ponderada de bienes producidos y consumidos e importados.
 Fuente: Banco de la República.

a un amplio porcentaje de trabajadores del país, el reajuste fue del 10%. De otra parte, las tasas de interés nominal tanto pasivas como activas al cierre de año alcanzaron niveles mínimos históricos, los cuales resultan compatibles con una inflación anual del 10% y no con inflaciones del orden del 15% o del 20% como había sido el caso en años anteriores. Como se sabe, la tasa de interés nominal resulta de sumar la tasa de interés real y las expectativas de inflación de los agentes. Una reducción marcada de la tasa de interés nominal en el contexto de una reducción importante de la inflación como la ocurrida en Colombia en el último año es el resultado en buena parte de una reducción de las expectativas de inflación del público. De hecho, las encuestas de expectativas realizadas por el Banco de la República durante 1999 muestran una reducción gradual de las expectativas de inflación. De acuerdo con ellas, a diciembre de 1999 los agentes esperaban una inflación anual de 10,4% para diciembre del año 2000 (Gráfico 24).

Gráfico 24
Inflación esperada al final del siguiente año
 (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

Para el año 2000 se conjugan varios factores que permiten ser optimistas respecto al desempeño de los precios y que auguran una inflación similar o inferior a la observada durante 1999. En primer lugar, la reducción de las expectativas de inflación a niveles del 10% despeja el camino para que la inflación anual durante el año 2000 se sitúe alrededor de este nivel. Como la experiencia internacional lo sugiere, la reducción de la inflación pasa necesariamente por la reducción de las expectativas de inflación del público, pues es de esta manera como se desactivan los mecanismos de indexación de precios que hace de inflaciones altas un fenómeno permanente. Las menores variaciones de precios observadas en sectores tradicionalmente indexados, como el de la vivienda, educación y servicios en general, permiten afirmar que en Colombia la indexación se debilitó durante 1999 y que la meta del 10% para el 2000 ya fue incorporada en buena parte de los contratos salariales y de precios.

En segundo lugar, la amplia disponibilidad de capacidad instalada sin utilizar en casi todas las ramas de actividad económica y el hecho de que la producción se encuentre muy por debajo de su nivel potencial, deja

espacio suficiente para que la recuperación de la demanda no desencadene presiones inflacionarias durante las primeras fases de la reactivación económica.

La existencia de un programa económico que garantiza la eliminación de los desequilibrios macroeconómicos en el mediano plazo y que permite la recomposición del gasto a favor del sector privado, hace esperar que la consolidación de la reactivación tenga un mínimo impacto sobre la inflación. A ello se suma el hecho de que el programa macroeconómico contempla metas monetarias acordes con una meta de inflación del 10%, lo cual a su vez posibilita una planificación del gasto total coherente con el nivel del ingreso potencial en Colombia.

Ello a pesar de que durante el 2000 se esperan presiones inflacionarias por el incremento previsto en el precio de la gasolina y por un alza en el precio relativo de los alimentos, especialmente durante el primer semestre del año. Los mayores precios de la gasolina provendrán del aumento en el precio internacional del crudo y de los efectos de la devaluación de 1999, que según la fórmula de cálculo que utiliza el Ministerio de Minas y Energía, se trasladan parcialmente hacia el año 2000. Por su parte, el comportamiento de los precios de los alimentos fue muy satisfactorio por varios meses gracias a un abundante régimen de lluvias. De igual manera, los bajos precios de los años anteriores tienden a desestimular el área cultivada y el cuidado de las siembras, afectando la oferta y empujando los precios al alza. Algo de este fenómeno ya se observó a finales de 1999 y es probable que se presente con mayor intensidad durante el primer semestre del año 2000.

A pesar de lo anterior, las proyecciones de inflación realizadas a comienzos de año apuntan a un rango de inflación entre 8% y 10% para el presente año, tal como se señaló en el Informe sobre Inflación del Banco de la República publicado en enero del año 2000. Estas proyecciones se realizan con diversos modelos de pronósticos desarrollados por el Banco de la República, los cuales ofrecen proyecciones de inflación a horizontes entre un mes y dos años. Los modelos fundamentales del Banco son todos de naturaleza estadística y se pueden clasificar en dos tipos: Modelos de series de tiempo y Modelos estructurales (véase Recuadro). La razón para utilizar varios modelos con diferentes metodologías radica en que de esta manera se puede evaluar un conjunto más amplio de factores que, de acuerdo con la teoría económica, pueden tener una incidencia importante en los precios y afectar la

tendencia de la inflación futura. De esta manera, cada modelo se enfoca en los diversos canales de transmisión de la política monetaria, proyectando la inflación a partir de perspectivas teóricas distintas pero complementarias.

Finalmente, una baja inflación y las expectativas de estabilidad que genera entre los agentes tienen la muy importante consecuencia de incentivar el desarrollo y profundización del mercado de capital, puesto que permite predecir con algún grado de certeza el nivel de las tasas de interés hacia el futuro. Mancur Olson ha señalado en su obra póstuma, *El Poder y la Prosperidad*, que en todos los países del mundo se desarrollan aceptablemente los mercados de bienes al contado y con crédito de corto plazo. Sin embargo, los mercados de activos productivos y financieros de largo plazo, como acciones, hipotecas y bonos y los derivados que protegen a los agentes de los distintos riesgos, sólo se han logrado profundizar en los países ricos que han creado las instituciones requeridas y que sobre todo mantienen a raya la inflación y eso hace la gran diferencia entre países prósperos y países pobres³⁴.

LOS MODELOS DE PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN

En vista de que los instrumentos monetarios afectan con rezago el desempeño de los precios, resulta de suma importancia para un banco central contar con proyecciones de la inflación a diferentes horizontes de tiempo. Solo si la autoridad monetaria puede anticipar con tiempo cambios en la tasa de inflación futura, puede tomar los correctivos necesarios para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación.

Teniendo en cuenta lo anterior, el Banco de la República ha desarrollado diversos modelos de pronóstico, los cuales ofrecen proyecciones de inflación a horizontes entre un mes y dos años. Los modelos fundamentales del banco son todos de naturaleza estadística y se pueden clasificar en dos tipos: Modelos de Series de Tiempo y Modelos Estructurales. La razón para utilizar varios modelos con diferentes metodologías radica en que de esta manera se puede evaluar un conjunto más amplio de factores que, de acuerdo con la teoría económica, pueden tener una incidencia importante en los precios y pueden afectar la tendencia de la inflación futura. De esta manera, cada modelo se enfoca en los diversos canales de transmisión de la política monetaria, proyectando la inflación a partir de perspectivas teóricas distintas pero complementarias.

Todos los *Modelos de Series de Tiempo* utilizan series mensuales y producen pronósticos mensuales de la inflación. El Banco utiliza dos modelos básicos de series de tiempo: el Modelo ARIMA y el Modelo No Lineal.

- **El Modelo ARIMA** (*Autoregressive Integrated Moving Average*), es un modelo convencional de naturaleza autorregresiva, que proyecta la inflación a partir del comportamiento histórico de la serie de precios. Además de la inflación rezagada, el modelo utiliza variables ficticias o *dummy* que intentan capturar choques puntuales sobre los precios que difícilmente son explicados por la historia de la serie. Por sus características, este modelo tiende a dar mayor importancia a los componentes inerciales de la inflación y por ello tiene una capacidad limitada para anticipar quiebres estructurales de la misma. Esto hace que su capacidad de pronóstico sea mayor en horizontes cortos de tiempo (seis meses o menos) que en horizontes largos. En la especificación actualmente utilizada por el Banco, tienen un peso importante los rezagos de los precios de pocos meses, por lo cual cambios en los resultados de la inflación de un mes tienden a afectar rápidamente las proyecciones.
- **El Modelo No Lineal o de Transición Suave** (*STR: Smooth Transition Regression*) puede entenderse como la generalización no lineal de un modelo tipo ARIMA. En este sentido, el STR es un modelo autorregresivo, pero que puede incorporar otras variables explicativas diferentes a la inflación rezagada. En el modelo STR estimado por el Banco, además de la inflación rezagada se utiliza el agregado monetario M1, lo cual permite tener una idea de cómo se transmiten a la inflación los cambios en las metas monetarias. En todo modelo no lineal las variables explicativas se agrupan en dos componentes: uno lineal y el otro no lineal. En el modelo estimado por el Banco, en ambos componentes se encuentran presentes la inflación y el M1 rezagados. El peso que tiene el factor lineal en el pronóstico de inflación es variable y depende de la inflación rezagada. Esta última característica del modelo STR, permite que este pueda determinar cambios estructurales en la serie de inflación y por eso tiene una amplia capacidad de pronóstico a horizontes largos de tiempo. Este modelo ha sido particularmente preciso para anticipar parte del importante descenso de la inflación en Colombia durante el último año.

Los *Modelos Estructurales* son modelos de regresión lineal múltiple que proyectan la inflación explotando las diferentes relaciones que existen entre variables nominales, reales y de precios, según lo anticipa la teoría económica. Todos los modelos estructurales manejan series trimestrales y se utilizan para efectuar pronósticos trimestrales en horizontes que van de un trimestre a dos años. Los principales modelos utilizados y sus características son:

- **Curva de Phillips.** Este modelo utiliza como variables independientes, además de la inflación rezagada, una estimación de la brecha del producto¹, un índice de precios para los bienes importados y una variable de *switching* que recoge la probabilidad de que la inflación observada se encuentre en un nivel alto y tenga una variabilidad alta. Este modelo intenta capturar situaciones en las cuales una expansión excesiva de la demanda conduce al surgimiento de presiones inflacionarias. Ello sucede cuando la producción observada supera la producción potencial. Adicionalmente, el

modelo permite que la inflación responda a choques de oferta transmitidos a través de los precios de los bienes importados. Por último, el modelo tiene en cuenta posibles cambios en las expectativas de inflación mediante la variable de *switching*. Usualmente, este modelo ha tenido una buena capacidad de pronóstico en horizontes largos.

- **"Escandinavo"**. En este modelo, la inflación está determinada por el crecimiento de los salarios y por la diferencia entre la devaluación nominal y la inflación del trimestre inmediatamente anterior. Con este modelo se tienen en cuenta las condiciones de oferta de la economía, incorporando dos aspectos muy importantes del proceso de formación de precios, como son el papel que juegan los costos laborales y la devaluación real.
- **Modelo con precio relativo de los alimentos**. El modelo de precio relativo de los alimentos intenta capturar los efectos del más común de los choques de oferta sobre la inflación en Colombia como es el de los precios de los alimentos. La frecuencia y magnitud de estos choques se deriva del gran peso que tienen los alimentos dentro de la canasta del Índice de Precios al Consumidor en Colombia (29%) y de la gran volatilidad de sus precios. Además de utilizar los precios relativos de los alimentos dentro de las variables independientes, el modelo también controla por choques de demanda utilizando una estimación de la oferta monetaria y la brecha del producto.
- **Modelo Monetario** (o Modelo P*). Este modelo corresponde a una forma reducida de un modelo multiecuacional más complejo. En él se reúnen varios elementos de una versión moderna de la teoría cuantitativa del dinero en la cual se asume un ajuste lento de los precios ante cambios no anticipados en la oferta de dinero. La idea central consiste en que, ante un choque monetario, los precios no responden inmediatamente y reaccionan con un rezago. Ello implica que la tasa de inflación se mantiene inalterada por un tiempo con posterioridad al choque para luego reaccionar. Cuando esto ocurre, la tasa de inflación se acelera por encima de la tasa de crecimiento del dinero hasta que se restablece la relación de equilibrio de largo plazo entre dinero y precios. Así, el modelo incorpora como variable explicativa, la desviación del dinero de su senda de largo plazo. Además de esta variable, el modelo controla por la brecha del producto, la tasa de interés y la inflación rezagada.

¹ La brecha del producto corresponde a la diferencia entre la tasa de crecimiento del PIB observado y la tasa de crecimiento del PIB potencial, siendo esta última la tasa a la que puede crecer la producción en el largo plazo sin generar presiones inflacionarias.

V. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO

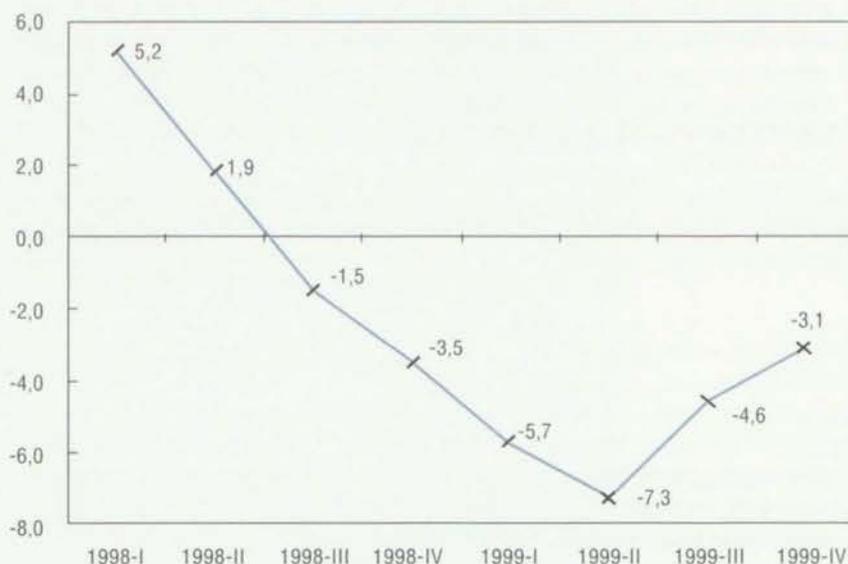
A. Situación en 1999

1. Actividad económica

Según las estimaciones preliminares disponibles, el valor del PIB a precios constantes presentó una caída de 5,2% en 1999. La evolución de la economía fue de -5,7% durante el primer trimestre de 1999, -7,3% durante el segundo, -4,6% en el tercero y se tiene un estimativo de -3,1% para el cuarto trimestre (Gráfico 25).

En 1999, el sector más afectado continuó siendo el de la construcción (-20,8%), seguido por la industria manufacturera (-16,2%)³⁵, el comercio (-7,9%) y el sector financiero (incluyendo alquileres de vivienda, (-6,2%). Todos los sectores, excepto los de explotación de minas y canteras, cuyo crecimiento fue 5,4%, y de servicios comunales, sociales y personales (con aumento de 2,6%), registraron decrecimientos (Cuadro 17). El dinamismo del sector de minas y canteras se debió principal-

Gráfico 25
Crecimiento anual del Producto Interno Bruto trimestral
(Crecimiento porcentual)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y DNP-Umacro.

Cuadro 17
Producto Interno Bruto, por ramas de actividad
Crecimientos trimestrales
 (Con respecto al mismo trimestre del año anterior)

Ramas de actividad económica	1999				
	I	II	III	IV	Total
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,0	(5,4)	(3,1)	(1,3)	(2,2)
Explotación de minas y canteras	12,2	8,4	3,9	(1,8)	5,4
Electricidad, gas y agua	(5,5)	(5,1)	(2,8)	(1,6)	(3,8)
Industria manufacturera	(18,3)	(17,3)	(12,4)	(16,4)	(16,2)
Construcción	(19,7)	(27,5)	(19,5)	(15,6)	(20,8)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(9,0)	(10,7)	(7,8)	(3,8)	(7,9)
Transporte, almacenamiento y comunicación	(3,8)	(3,7)	(1,6)	1,2	(2,0)
Estab. financieros, seguros, inmuebles y ss. a las empresas	(7,8)	(7,9)	(7,6)	(1,3)	(6,2)
Servicios sociales, comunales y personales	1,6	2,8	2,9	3,1	2,6
Producto Interno Bruto	(5,7)	(7,2)	(4,6)	(3,1)	(5,2)

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección General de Política Macroeconómica, con base en información del PIB trimestral - DANE.

mente al comportamiento de la producción de petróleo y carbón, destinada en buena medida a la exportación, y el de los servicios comunales se explica principalmente por el incremento de aquellos servicios provistos por la administración pública. El comportamiento del sector agropecuario (-2,2%) tuvo relación, principalmente, con el desplome de la producción de café (-19,2%).

La demanda interna disminuyó considerablemente (-10,3%), como consecuencia de una caída en el consumo total (-4,6%) y de la inversión total (-35,5%); a su vez, la reducción de la inversión total se derivó del hundimiento de la formación bruta de capital fijo (-35,3%) y del observado en la variación de existencias (-39,3%). El aumento en el consumo del sector público (3,3%) no compensó la caída en el consumo de los hogares (-7,0%) . De otra parte, la inversión privada se redujo cerca de 56,4%, y la pública lo hizo en 7,2%. La formación bruta de capital del sector privado bajó de manera especialmente intensa, en 57,5%, mientras que la pública lo hizo en 6,6% (Cuadro 18).

Cuadro 18
Producto Interno Bruto, según distribución del gasto
(1994 = 100)
 (Variaciones porcentuales)

	1998 (e)	1999 (e)
Total consumo	0,8	(4,6)
Consumo hogares	1,2	(7,0)
Consumo administraciones públicas	(0,7)	3,3
Formación bruta de capital fijo	(9,9)	(35,3)
Privada	(1,7)	(57,5)
Pública	(18,7)	(6,6)
Variación de existencias	(10,4)	(39,3)
Demanda interna	(1,4)	(10,3)
Exportaciones	7,5	4,5
Importaciones	(3,4)	(22,4)
Producto Interno Bruto	0,5	(5,2)

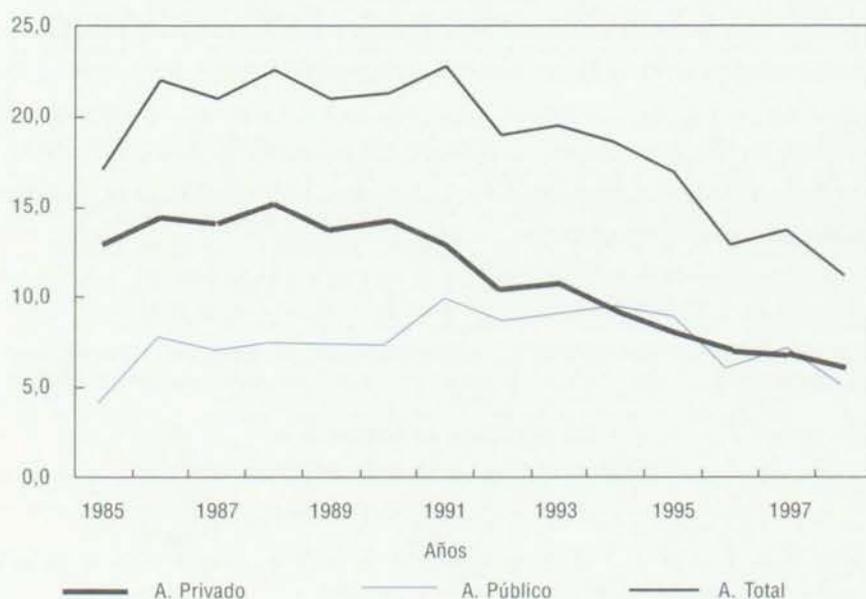
(e) Estimado.
 Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección General de Política Macroeconómica.

El comportamiento de la demanda de consumo e inversión fue una de las principales causas de la caída de los sectores de la construcción, industria, comercio, transporte y de servicios financieros, cuyas ventas se orientan principalmente al mercado interno.

En el Informe de la Junta Directiva del Emisor al Congreso de la República de julio de 1999 se presentó una discusión detallada sobre las principales causas que contribuyeron a la recesión iniciada en 1998 y prolongada a lo largo de 1999. En general, como se mencionó anteriormente, la recesión se originó, en una primera instancia, por una fuerte contracción de la demanda agregada y por la crisis financiera internacional.

Como se mencionó anteriormente, desde comienzos del decenio de los 90 se venía presentando en Colombia un exceso de gasto tanto público como privado. La tendencia decreciente del ahorro nacional durante estos años fue la manifestación de tal desequilibrio y contribuyó, a su vez, a debilitar la inversión privada (Gráfico 26). El exceso de gasto, financiado con crédito externo e interno, condujo a un extraordinario crecimiento de los precios de la propiedad raíz y, por ende, a la sobreexpansión del sector de la construcción³⁶. Esta expansión no era soste-

Gráfico 26
Ahorro interno, 1985-1998 (e)
 (Porcentaje del PIB)



(e) Estimado.

Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP).

nible y produjo un deterioro de la calidad de la cartera del sistema financiero y, por tanto, una fuerte caída de los préstamos otorgados por el sector financiero; con esto se profundizó la recesión³⁷. Además del sobre-endeudamiento del sector privado, la incertidumbre causada en el mercado hipotecario por la inestabilidad jurídica sobre el sistema UPAC impidió cualquier intento de recuperación en el sector de la construcción que hubiera podido promover la significativa caída de las tasas de interés. Tal incertidumbre todavía continúa convirtiéndose en un obstáculo para la recuperación del sector.

De otra parte, la crisis internacional, por sus efectos negativos en los países vecinos, en los términos de intercambio y en las condiciones y disponibilidad de los recursos de crédito externo, contribuyó a ahondar y prolongar la recesión durante 1999. En particular, los precios de los principales productos de exportación cayeron con excepción del precio del petróleo, que inició una carrera alcista en marzo, alcanzando en diciembre niveles superiores a los observados en 1998.

En diciembre de 1999, la tasa global de participación (PEA/población total), el indicador usual de la oferta de fuerza laboral, fue 63,8% en las siete áreas metropolitanas. Esta cifra es mayor que la registrada en 1998 (62,7%), por lo cual es válido afirmar que el aumento en la tasa de desempleo entre estos dos años obedece parcialmente a un incremento en la oferta laboral (Cuadro 22). Adicionalmente, la ocupación cayó hasta la segunda mitad del año pasado, y todavía en diciembre de 1999 la tasa de ocupación (52,2%) era inferior a la observada en igual período de 1998 (52,9%) (Cuadro 23).

Cuadro 22
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

Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares.

En el cuarto trimestre de 1999 se empezaron a presentar algunos signos de recuperación en materia laboral. Así, la tasa de desempleo, que se situó en marzo en 19,5% y aumentó en junio y en septiembre a 19,9% y 20,1%, respectivamente, descendió en diciembre a 18,1%, y, tal como se mostró en el Informe sobre Inflación de diciembre de 1999 con base en cifras desestacionalizadas, entre septiembre y diciembre el desempleo en las siete principales áreas metropolitanas se redujo de 20,3% a 19,2%.

La reducción de la inflación durante 1999 ha hecho posible que los reajustes salariales se pacten a tasas inferiores a aquellas que rigieron

Cuadro 23
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	52,2

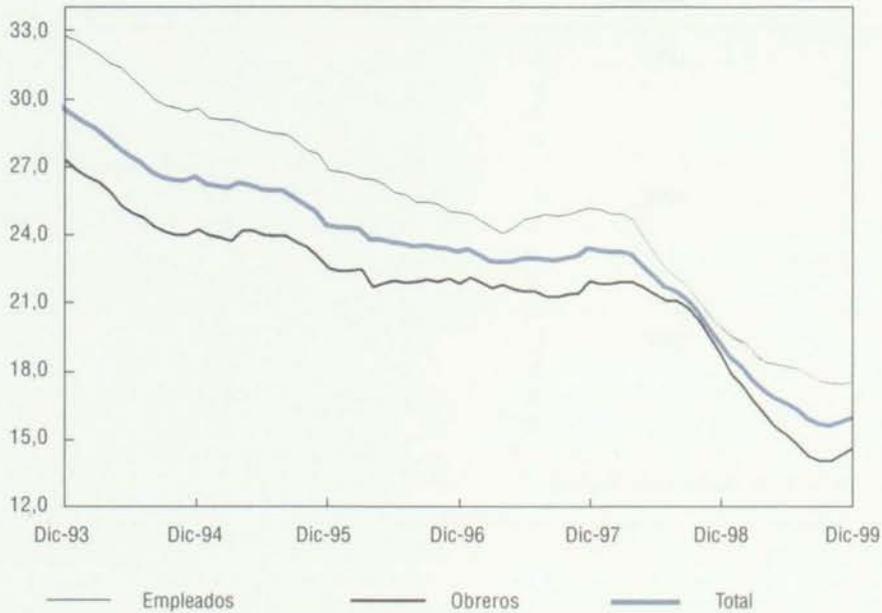
Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares.

en años anteriores. Por ejemplo, el sector industrial, cuyo incremento salarial se situó por encima del promedio, obtuvo un crecimiento del salario nominal medio de los últimos 12 meses de 16,0%, siendo menor para obreros (14,6%) que para empleados (17,6%), (Gráfico 27). Esto, sin embargo, no se tradujo en un deterioro de los salarios reales a pesar del exceso de oferta laboral; por el contrario, la reducción de la inflación, imprevista sin duda para un número significativo de empresarios y trabajadores, permitió obtener incrementos reales adicionales de los salarios. Probablemente, así se explica el hecho de que el salario real medio industrial de los últimos 12 meses haya exhibido un crecimiento anual de 4,5% (Gráfico 28). Esta situación disminuye la competitividad de los sectores transables a través del aumento en los costos laborales, lo cual puede dificultar la reducción del desempleo.

B. Perspectivas para el año 2000

Como se ha señalado en este Informe, uno de los principales objetivos de la política económica, consignado en el programa de ajuste macroeconómico avalado por el FMI, es colocar a la economía colombiana en una senda de crecimiento permanente que impulse el empleo y reduzca la pobreza, manteniendo una baja tasa de inflación. Las políticas es-

Gráfico 27
Salario nominal promedio últimos 12 meses
Industria manufacturera
 Diciembre de 1993-Diciembre de 1999
 (Variación porcentual anual)



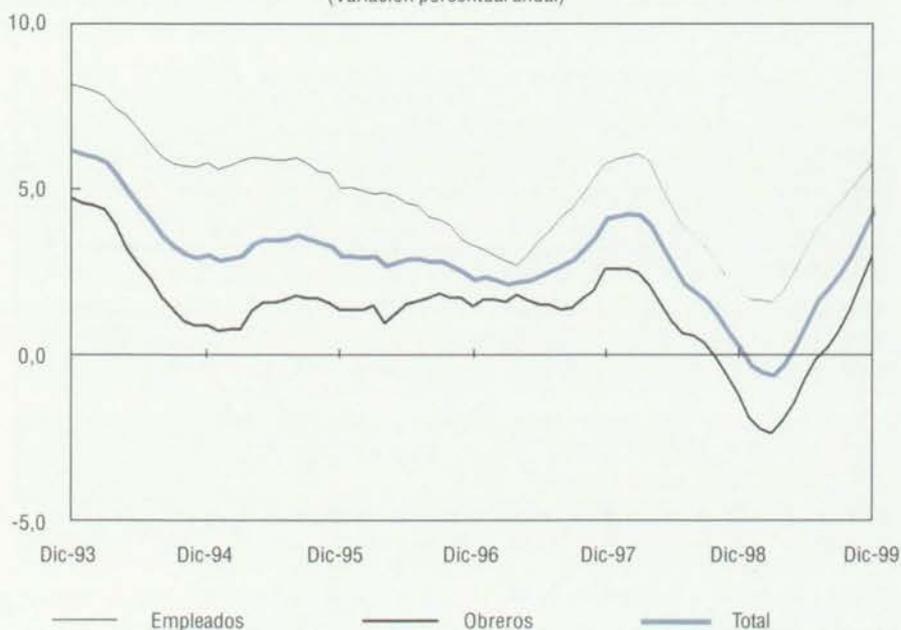
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

tán dirigidas a la consolidación fiscal, la implementación de reformas estructurales, la reactivación de sectores prioritarios, el mantenimiento de la flexibilidad de la tasa de cambio y la reestructuración del sistema financiero. Como resultado de estas políticas se espera que la inversión y el ahorro nacionales alcancen los niveles requeridos para una recuperación sostenible de la economía, cuyo crecimiento para el año 2000 se estima que sea del 3%.

Ya se han logrado avances al respecto. En el campo macroeconómico la inflación ha caído a niveles de un dígito, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha reducido a montos cercanos a US\$1,250 m³⁸, y las tasas de interés han caído significativamente. En particular, para el año 2000 se espera que las exportaciones totales crezcan cerca de 15,7% y las no tradicionales 7,7%, lo cual contribuirá a impulsar el ingreso real a lo largo de este año.

Las estadísticas recientes indican un giro favorable en la situación del sector real. Por ejemplo, la demanda de energía eléctrica, una variable

Gráfico 28
Salario real promedio últimos 12 meses
Industria manufacturera
 Diciembre de 1993-Diciembre de 1999
 (Variación porcentual anual)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

que guarda estrecha relación con la actividad económica y que venía mostrando una tendencia decreciente, indica que su caída probablemente ya culminó. Así, durante el mes de febrero, el consumo de energía creció 3,4% frente al observado en igual mes de 1999. Este es el primer crecimiento anual positivo que se observa desde junio de 1998 (Gráfico 29). Otro indicador que continúa mostrando signos de recuperación es el de las ventas financiadas con tarjeta de crédito. A enero las ventas nominales mensuales registraron un crecimiento de 8% respecto a igual mes de 1999, siendo el más alto observado desde octubre de 1998. Enero es el tercer mes consecutivo durante el cual las ventas mensuales muestran un crecimiento positivo (Gráfico 30). En tercer lugar, las ventas de automóviles mostraron una significativa recuperación durante el mes de febrero. Las ventas de carros nacionales e importados crecieron 20,7% en febrero pasado frente al mismo mes de 1999, convirtiéndose así en el primer mes desde abril de 1998, durante el cual dichas ventas alcanzaron un crecimiento anual positivo (Gráfico 31). Por último, las ventas al por menor del comercio muestran también signos

Gráfico 29

Consumo mensual de energía

(Diciembre de 1997-Febrero de 2000)

(Crecimiento porcentual anual)



Fuente: ISA y DANE.

Gráfico 30

Ventas efectuadas con tarjeta de crédito

Total sistema

(Diciembre de 1997-Enero de 2000)

(Tasas de crecimiento anual)



Fuente: VISA, Colombia.

Gráfico 31
Variación anual de las ventas de automóviles
Agregado para la industria automotriz
 (Enero de 1998-Febrero de 2000)
 (Porcentajes)



Fuente: DNP y Colmotores.

positivos. El Índice Real de Ventas al por Menor creció durante diciembre a una tasa anual de 4,2%, durante noviembre se había observado por primera vez un crecimiento positivo luego de caídas consecutivas desde abril de 1998 (Gráfico 32).

Adicionalmente, los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo a enero muestran que durante el primer mes del año se mantuvieron circunstancias favorables a la reactivación del sector industrial. De acuerdo con lo reportado por los empresarios, el indicador de existencias continuó disminuyendo durante enero, en tanto que el de pedidos mostró una leve recuperación frente a lo que se había observado en diciembre (Gráfico 33). Por su parte, las expectativas de situación económica que los empresarios visualizan tanto en el corto como en el largo plazo medida a través de su opinión sobre el clima de negocios es muy superior a la observada a mediados de 1999 (Gráfico 34).

Finalmente, las importaciones también mostraron síntomas de reactivación, ya que en diciembre tuvieron un crecimiento anual positivo (5,5%), por primera vez desde mediados de 1998 (Gráfico 35). Un as-

Gráfico 32
**Crecimiento anual del índice real de ventas
Sin combustibles mensual**
(Diciembre de 1997-Diciembre de 1999)
(Porcentaje)



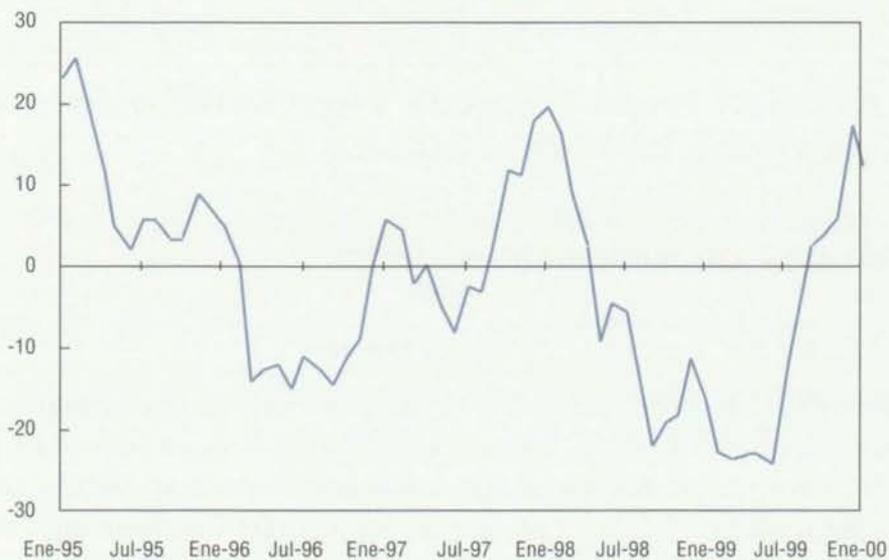
Fuente: DANE.

Gráfico 33
**Encuesta Opinión Empresarial (EOE)
Balances**



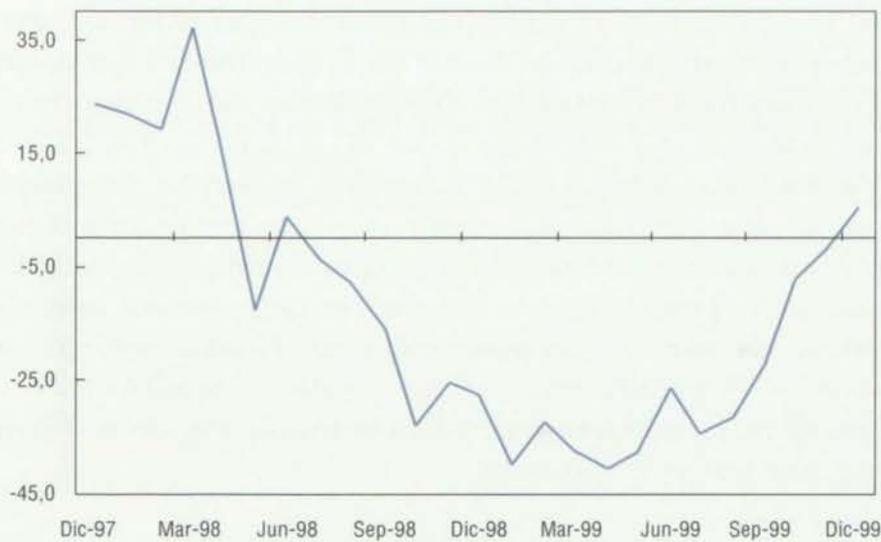
Fuente: SGEE, con base en cifras de la EOE de Fedesarrollo.

Gráfico 34
Clima de negocios
 (Enero de 1995-Enero de 2000)



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

Gráfico 35
Crecimiento anual importaciones mensuales
 (Diciembre de 1997-Diciembre de 1999)



Fuente: DIAN - Manifiestos.

pecto que merece destacarse es que este crecimiento se originó principalmente en importaciones de bienes intermedios y de capital efectuadas por la industria.

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

A. Reservas internacionales

1. Saldo de las reservas internacionales

En diciembre de 1999 el saldo de las reservas internacionales netas³⁹ ascendió a US\$8,102.0 m, inferior en US\$637.8 m al obtenido un año atrás. El principal componente de las reservas corresponde a las inversiones financieras, US\$7,122.0 m, representadas en depósitos y títulos valores en el exterior. Los restantes rubros están constituidos por la posición de reservas en el Fondo Monetario Internacional y el Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$641.8 m Derechos Especiales de Giro (DEG), US\$131.2 m, y oro, disponibilidades en caja, pesos andinos y saldos positivos de convenios internacionales US\$208.4 m. A corto plazo, existían pasivos por US\$1.4 m (Cuadro 24).

2. Criterios de administración

Como se ha comentado en informes anteriores, las reservas internacionales son administradas por el Banco de la República bajo criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Obedeciendo estos criterios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario y parte de ellas se mantiene como capital de trabajo, garantizando su disponibilidad inmediata. Dada la experiencia positiva obtenida con la delegación de parte del portafolio de inversión de las reservas internacionales, en entidades financieras internacionales de primer nivel, el Banco de la República encargó a *Goldman Sachs Asset Management* la administración de una parte adicional del portafolio de inversión.

De esta manera, del total de las inversiones financieras (incluyendo el capital de trabajo) el Banco de la República es responsable del manejo

Cuadro 24
Principales componentes de las reservas internacionales 1/
(Millones de dólares)

Descripción	Diciembre 1998 1/	Participación %	Junio 1999 (p)	Participación %	Diciembre 1999 (p)	Participación %
Caja	80.5	0.9	35.6	0.4	91.2	1.1
Efectivo en caja	79.9	0.9	34.9	0.4	90.2	1.1
Depósitos a la orden	0.6	0.0	0.7	0.0	1.0	0.0
Inversiones	7,524.1	86.1	7,400.9	88.2	7,122.0	87.9
Portafolio directo	5,300.5	60.6	5,208.0	62.1	4,395.9	54.3
Portafolio en administración	2,223.6	25.4	2,192.9	26.1	2,726.1	33.6
Oro	103.0	1.2	93.4	1.1	95.4	1.2
Caja	1.2	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0
Custodia	101.8	1.2	92.5	1.1	95.4	1.2
Fondo Monetario Internacional	771.3	8.8	604.4	7.2	523.0	6.5
Derechos especiales de giro	196.4	2.2	123.5	1.5	131.2	1.6
Posición de reservas	574.9	6.6	480.9	5.7	391.8	4.8
Fondo Latinoamericano de Reservas	255.0	2.9	255.0	3.0	270.0	3.3
Aportes	235.0	2.7	235.0	2.8	250.0	3.1
Pesos andinos	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
Total reservas brutas	8,740.5	100.0	8,392.9	100.0	8,103.4	100.0
Pasivos a corto plazo	0.7	0.0	1.0	0.0	1.4	0.0
Organismos internacionales	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
Órdenes de pago no presentadas al cobro	0.7	0.0	1.0	0.0	1.4	0.0
Depósitos cuenta corriente tesorería	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Depósitos Cta. Cte. otras entidades	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total reservas netas	8,739.8	100.0	8,391.9	100.0	8,102.0	100.0

(p) Provisional.

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.

de un portafolio de US\$4,395.9 m (61,7% del total) y las firmas especializadas *Barclays Global Investors*, *Morgan Investment Management* y *Goldman Sachs Asset Management* lo son de US\$2,726.1 m, el 38,3% restante.

Con el fin de que el portafolio esté en concordancia con las operaciones externas del país, su distribución por monedas a diciembre 30 de 1999 fue la siguiente: dólares americanos, 82,9%; euros, 12,7%; yenes japoneses, 4,0%, y otras monedas, 0,4%⁴⁰. A pesar de que esta política de inversión algunas veces trae como consecuencia ingresos o egresos extraordinarios, producto de las variaciones de las tasas de cambio de las diferentes monedas frente al dólar, permite que exista 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 78% en papeles de gobiernos soberanos y en un 22% en instituciones bancarias y corporativas. El riesgo crediticio de las inversiones se distribuye, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas⁴¹, como sigue: el 79% "AAA", el 6% "AA +", el 10% "AA", el 4% "AA -" y el 1% restante en "A +".

Con el fin de asegurar la disponibilidad inmediata de divisas, a diciembre 30 de 1999 se tenía como capital de trabajo un monto de US\$913.4 m, representado en activos financieros con liquidez inmediata. Su monto en cada momento del tiempo está determinado en función del promedio mensual de los pagos por importaciones de bienes según la balanza cambiaria consolidada⁴².

En 1999 el Banco de la República obtuvo ganancias por concepto del rendimiento del portafolio de inversión de las reservas de US\$100 m, producto de ingresos de US\$316 m, frente a egresos de US\$216 m. Este resultado fue menor en US\$525 m al registrado el año anterior debido básicamente a la revaluación del dólar frente a las monedas en que se encuentran invertidas las reservas; a caídas en los precios de mercado de los bonos, como resultado de los movimientos de las tasas de interés, y a la reducción de las reservas internacionales registrada durante el año⁴³, US\$637.8 m.

4. Movimientos de DEG y de posición de reserva en el FMI

En 1999 el Banco de la República realizó algunas operaciones con el FMI que afectaron la composición de las reservas internacionales y el rubro "Aportes en Organismos Internacionales"⁴⁴. De una parte, el país aumentó su cuota en el FMI en 212,7 millones de DEG, equivalentes a US\$305.3 m⁴⁵. De acuerdo con el procedimiento usual, el 75% del aporte se efectuó en pesos colombianos y el 25% en DEG. La parte correspondiente a pesos se contabilizó en el activo del Banco en el rubro "Aportes en Organismos Internacionales". Por su parte, la cuota en DEG se canceló con tenencias que tenía el Banco de dicha divisa, por lo cual la posición global del país en el FMI que constituye reservas internacionales se mantuvo inalterada⁴⁶.

De otra parte, por solicitud del FMI, el país efectuó ventas netas de sus disponibilidades de DEG a México, Corea, Argentina, Chipre y Moldavia, por un valor de US\$248 m. Estas ventas redujeron la posición de reservas de Colombia en el FMI denominadas en DEG (Cuadro 24). Sin embargo, el país compensó totalmente esa disminución con una mayor participación de la cuota en el FMI en moneda nacional, incrementando así el rubro "Aportes en Organismos Internacionales".

El resultado final de las operaciones mencionadas fue un aumento global de la posición del país en el FMI de US\$229 m⁴⁷, discriminado así: a) un aumento en la posición en pesos de US\$477 m⁴⁸, y b) una reducción de la posición denominada en DEG equivalente a US\$248 m⁴⁹.

B. Situación financiera

1. Resultados en 1999

Los activos del Banco de la República totalizaron \$24.529,5 mm, monto superior en \$6.412,0 mm, 35,4%, al registrado el año anterior (Cuadro 25). Este incremento se explica por: a) la variación en pesos de las reservas internacionales, \$1.963,7 mm, por efecto de la devaluación del peso frente al dólar; b) la mayor liquidez otorgada al sistema financiero mediante REPO y apoyos transitorios de liquidez, \$1.752,2 mm; c) el aumento de las inversiones, \$1.452,7 mm, por efecto de la compra de TES para atender parte de la demanda de liquidez, y d) aumento de aportes en organismos internacionales, \$1.092,4 mm, que corresponde al ajuste causado por el incremento del tipo cambio peso-dólar (\$200 mm) y a la compen-

Cuadro 25
Balance del Banco de la República - Resultados de 1998-1999

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre 1998		Diciembre 1999	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	18.117,6	100,0	24.529,5	100,0
Reservas internacionales brutas	13.206,8	72,9	15.170,5	61,8
Aportes en organismos internacionales	967,2	5,3	2.059,6	8,4
Inversiones	942,8	5,2	2.395,5	9,8
Sector público deuda consolidada	453,8	2,5	390,0	1,6
Sector público regulación monetaria	489,0	2,7	2.005,5	8,2
Sector privado	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera de créditos	455,2	2,5	379,8	1,5
Sector público Gobierno Nacional	4,7	0,0	4,0	0,0
Bancos comerciales	31,4	0,2	24,8	0,1
Corporaciones financieras	76,4	0,4	66,0	0,3
Corporaciones de ahorro y vivienda	308,8	1,7	284,9	1,2
Resto del sistema financiero	33,9	0,2	0,1	0,0
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	1.140,1	6,3	2.892,3	11,8
Cuentas por cobrar	34,5	0,2	55,8	0,2
Otros activos netos	1.370,9	7,6	1.576,0	6,4
Pasivo y patrimonio	18.117,6	100,0	24.529,5	100,0
Pasivo	8.746,8	48,3	12.770,4	52,1
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	1,1	0,0	4,3	0,0
Base monetaria	6.923,1	38,2	9.739,6	39,7
Billetes en circulación	5.623,0	31,0	7.457,6	30,4
Moneda de tesorería	317,1	1,8	319,4	1,3
Depósitos para encaje bancos	880,5	4,9	1.648,7	6,7
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	102,5	0,6	313,9	1,3
Otros depósitos	133,7	0,7	142,7	0,6
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	70,7	0,4	83,4	0,3
Obligaciones organismos internacionales	759,9	4,2	1.779,9	7,3
Pasivos por líneas externas	198,7	1,1	218,0	0,9
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	149,5	0,8	147,4	0,6
REPO de contracción y títulos de participación	25,8	0,1	46,1	0,2
Certificados de cambio	0,5	0,0	0,7	0,0
Tít. en Div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J. D.	120,0	0,7	100,6	0,4
Otros	3,2	0,0	0,0	0,0
Cuentas por pagar	31,7	0,2	38,7	0,2
Otros pasivos	478,3	2,6	616,4	2,5
Patrimonio total	9.370,7	51,7	11.759,1	47,9
Capital	12,7	0,1	12,7	0,1
Reservas	114,4	0,6	360,1	1,5
Superávit patrimonial	7.492,3	41,4	10.557,7	43,0
Liquidación CEC	453,5	2,5	453,5	1,8
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	7.029,3	38,8	10.088,2	41,1
Otros	9,6	0,1	16,0	0,1
Valorizaciones	254,8	1,4	320,9	1,3
Resultados	1.496,5	8,3	507,8	2,1
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.496,5	8,3	507,8	2,1

Fuente: Banco de la República.

sación de la venta de DEG (\$464 mm) y el aumento de la cuota en el FMI en moneda legal (\$429 mm), tal como se explicó anteriormente.

Los pasivos ascendieron a \$12.770,4 mm, con aumento de \$4.023,6 mm y el patrimonio a \$11.759,0 mm, con aumento de \$2.388,4 mm. La variación de los pasivos se explica por: a) el aumento de la base monetaria, \$2.816,4 mm, fenómeno que a fin del año estuvo asociado en buena medida a la mayor demanda de liquidez por motivo del cambio del milenio; b) el mayor valor en pesos de las obligaciones con organismos internacionales, debido a la devaluación del peso y a la compensación pasiva de la operación venta de DEG y aumento de la cuota en moneda legal en el Fondo Monetario Internacional. El cambio patrimonial es debido al ajuste cambiario peso-dólar de las reservas internacionales y a las reservas constituidas en 1999 por concepto de fluctuación de monedas y resultados cambiarios.

Por otra parte, las utilidades de causación del Banco de la República ascendieron en 1999 a \$507,8 mm (Cuadro 26). Este resultado es inferior al del año anterior en \$988,7 mm y se debe, principalmente, a los menores rendimientos de las reservas internacionales, \$892,7 mm. Tal como se comentó anteriormente, estos rendimientos fueron inferiores a los obtenidos el año anterior como resultado de la desvalorización del portafolio de reservas, debido a la devaluación de las monedas europeas frente al dólar; al menor precio de mercado de los bonos del portafolio, y a la reducción del nivel de las reservas.

2. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, la Junta Directiva dispuso distribuir en el presente año recursos por \$723,5 mm, correspondientes a las utilidades generadas en el ejercicio de 1999, \$507,7 mm y a la utilización de parte de las reservas acumuladas para fluctuación de monedas, \$215,8 mm. Los \$723,5 mm se distribuirán de la siguiente manera: a) \$183,3 mm como reserva para protección de activos⁵⁰; b) \$18,3 mm para la reserva de resultados cambiarios; c) \$5,6 mm para inversión neta en bienes para la actividad cultural, d) el remanente, \$516,3 mm, para el Gobierno Nacional (Cuadro 27). Dado lo anterior, las reservas para fluctuación de monedas se reducen a \$100,3 mm y las reservas de resultados cambiarios y para protección de activos se sitúan en \$62 mm y \$183,3 mm, respectivamente. Por otra parte, de acuerdo con la Ley de Vivienda (Ley 546 de diciembre 23 de 1999) el

Cuadro 26

Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 1998-1999

(Miles de millones de pesos)

	1998	1999	
	Ejecución	Proyección	Ejecución
I. Ingresos totales	2.105,7	1.101,0	1.219,6
1. Ingresos operacionales	2.097,2	1.094,5	1.200,8
Intereses y rendimientos	1.428,3	756,5	878,0
Reservas internacionales netas	1.079,8	155,7	187,1
Líneas externas	23,7	18,3	14,1
Valoración de TES "A" y "B" precios de mercado	52,9	131,7	166,8
Val. de TES por Oper. de expansión monetaria	45,8	95,6	189,3
Compra transitoria de títulos y cupos	190,7	236,1	201,5
Otros	35,5	119,1	119,2
Comisiones	47,8	55,1	58,3
Servicios bancarios	40,2	44,7	50,2
Compraventa divisas	7,3	10,2	7,5
Otros	0,2	0,2	0,5
Diferencias en cambio	110,4	207,9	164,5
Moneda emitida y metales preciosos	177,1	1,8	7,4
Redención anticipada de títulos	227,1	67,4	73,2
Otros	106,5	5,8	19,4
2. Ingresos no operacionales	8,5	6,5	18,8
II. Egresos totales	609,3	826,6	711,9
1. Egresos operacionales	608,8	825,8	706,8
Intereses y rendimientos	56,2	251,1	243,7
Títulos de participación	19,2		
Encaje en cuentas de depósito	25,8	197,7	194,9
Venta transitoria de títulos		36,4	32,5
Líneas externas y títulos canjeables	11,2	17,0	16,3
Comisiones y honorarios	4,6	24,3	20,1
Diferencias en cambio	76,1	144,8	97,3
Organismos internacionales	21,5	52,7	29,7
Líneas externas	42,5	59,3	45,6
Otros	12,1	32,8	22,0
Costo de emisión especies monetarias	48,8	24,5	28,6
Gastos de personal	124,5	145,7	142,5
Pensiones de jubilación	120,3	130,5	56,5
Otros	178,2	104,9	118,1
2. No operacionales	0,5	0,7	5,1
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación 1/	1.496,5	274,4	507,8

1/ Corresponde a las utilidades de causación.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 27

**Distribución de utilidades de 1999 y utilización
de reservas del Banco de la República**
(Miles de millones de pesos)

I. Recursos por distribuir	723,5
a. Utilidades 1999	507,7
b. Reducción de reservas para fluctuación de monedas	215,8
II. Asignación	723,5
a. Gobierno Nacional	516,3
b. Reservas para protección de activos	183,3
c. Reservas de resultados cambiarios	18,3
d. Inversión neta en bienes para la actividad cultural	5,6

Fuente: Banco de la República.

Gobierno debe crear el Fondo de Reservas para la estabilización de la Cartera Hipotecaria y asignar a dicho fondo \$150 mm provenientes de las utilidades del Banco de la República correspondientes a la ejecución de 1999.

Finalmente, la Junta consideró que no era necesario constituir reservas de estabilización monetaria y cambiaria puesto que no se prevén pérdidas para los próximos dos años.

3. Proyección de ingresos y gastos para el año 2000

Para el año 2000 se proyectan ingresos por \$1.504,5 mm y egresos por \$744,9 mm, lo que arroja utilidades por \$759,6 mm. Los ingresos están constituidos principalmente por intereses y rendimientos por \$1.292,2 mm. Dentro de éstos sobresale el rendimiento de las reservas internacionales, \$799,3 mm, y los ingresos por rendimiento de los títulos TES adquiridos por el Banco en sus operaciones de mercado abierto, \$261,4 mm. Se debe anotar que los ingresos por rendimiento de las reservas internacionales no incorporan posibles efectos por variación de las tasas de interés y de cambio de las monedas del portafolio de reservas. Por consiguiente, la proyección de los ingresos está sujeta a las incertidumbres sobre el comportamiento de dichas variables.

Por su parte, los egresos se proyectaron en \$744,9 mm, registrando un incremento de 4,6% respecto al valor ejecutado en 1999. Dentro de los egresos se destaca el pago de intereses por \$225,3 mm, que incluye principalmente la remuneración del encaje sobre las cuentas de ahorro y los

CDT; los gastos de personal, \$161,0 mm; y los demás gastos, \$159,0 mm. Estos últimos incorporan los costos del traslado a Colombia de las obras donadas por el maestro Fernando Botero, \$60,2 mm, de los cuales \$32,8 mm corresponden a aranceles y \$26,3 mm a IVA, para un total por concepto de impuestos de \$59,1 mm.

NOTAS

- * Este cálculo no incluye la reciente revisión del DANE sobre el comportamiento industrial -realizada al momento de llevar este Informe a imprenta- que indica una caída en la actividad industrial inferior a la inicialmente estimada, lo cual se reflejará en una menor contracción de la actividad económica en 1999 frente a la que se reporta en este Informe.
- ¹ La reducción del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en 1999 es un fenómeno en buena medida atribuible a una caída de 26,8% de las importaciones. En ausencia del ajuste fiscal, la reducción del déficit de la cuenta corriente recayó sobre el sector privado a través de una contracción significativa en su gasto.
- ² A partir de 1999 se incluye en el cálculo del déficit fiscal la variación en el rezago presupuestal.
- ³ Para efectos del seguimiento, el sector público combinado incluye el SPNF, Fogafin, el balance cuasifiscal del Banco de la República y los gastos anuales asociados al saneamiento del sector financiero.
- ⁴ Cifra preliminar.
- ⁵ Entre las medidas más importantes se destacaron la reducción de los encajes y el inicio de la remuneración de los mismos, la reducción sucesiva de la franja de intervención de la tasa de interés interbancaria, la ampliación de los cupos de operaciones REPO y la mayor facilidad de acceso a los cupos ordinario y transitorios de liquidez (véase Informe al Congreso, marzo de 1999).
- ⁶ En relación con el promedio móvil diario de orden 20.
- ⁷ En esa proyección, los crecimientos previstos en las exportaciones y la inversión privada eran suficientes para compensar la caída de la inversión pública (8%) y del consumo de las administraciones públicas (3,3%) resultantes del ajuste fiscal, de tal manera que se lograra un crecimiento de 2% en la actividad económica (véase Documento Conpes 3020, 18 de diciembre de 1998).
- ⁸ En el segundo semestre de 1998 la Junta Directiva del Banco de la República disminuyó en varias oportunidades el porcentaje de encaje aplicable a los diferentes tipos de depósito en el sistema financiero (Res. 11, 15 y 19 de 1998). Esto redujo el encaje promedio observado de 8,7% a comienzos de año, a 4,9% hacia finales de 1998.
- ⁹ La recomposición del portafolio privado hacia dólares se reflejó en una disminución del endeudamiento externo neto privado (deuda menos portafolio externo), que hasta el tercer trimestre de 1999 había caído US\$1,272 m frente al segundo trimestre de 1998.
- ¹⁰ Esta reducción obedece al exceso de encaje que se presentó a fines de 1999, por cuanto no se prevé reducción en los coeficientes de encaje.

- ¹¹ La cartera bruta en moneda nacional es un mejor indicador de los desembolsos de crédito al estar libre de la influencia de las provisiones por cartera de dudoso recaudo (que afectan la cartera neta) y de las variaciones de la tasa de cambio (que afectan la cartera en moneda extranjera).
- ¹² Como se mencionó anteriormente, el sistema financiero presentó un sobre-encaje a lo largo de 1999, y frecuentemente devolvió excesos de liquidez al Banco de la República a través de operaciones de contracción.
- ¹³ Art. 373. (...) El Banco no podrá establecer cupos de créditos, ni otorgar garantías a favor de particulares, salvo cuando se trate de intermediación de crédito externo para su colocación por medio de los establecimientos de crédito, o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos (...).
- ¹⁴ Volatilidad hace referencia a la varianza del tipo de cambio.
- ¹⁵ La Junta determinó que la primera subasta sería por US\$200 m.
- ¹⁶ Información preliminar.
- ¹⁷ Incluye transportes, viajes y otros servicios diferentes de renta de factores.
- ¹⁸ Decreto Legislativo 2331 del 16 de noviembre de 1998.
- ¹⁹ La evolución del indicador durante el segundo semestre de 1999 fue claramente afectada por operaciones enderezadas a sanear la cartera del Banco Uconal. En julio, la caída del indicador para la banca pública correspondió al intento del Banco del Estado y de Uconal, en proceso de fusión, de crear un patrimonio autónomo y trasladar allí su cartera vencida. Por tal razón, la cartera vencida del sistema descendió. Como la operación mencionada no pudo llevarse a cabo, la cartera vencida de dichas entidades volvió a registrarse normalmente, explicando entonces el último aumento que se observa en el mes de noviembre. La caída en el último mes corresponde al saneamiento del Banco del Estado auspiciado por Fogafin en el mes de diciembre. El descenso, también en el último mes, del indicador de la banca privada, corresponde a la operación de saneamiento de Megabanco, también encabezada por Fogafin.
- ²⁰ El indicador de solvencia relaciona el patrimonio técnico con los activos ponderados por el nivel de riesgo.
- ²¹ Las caídas más acentuadas del indicador de solvencia se presentaron entre septiembre de 1998 y febrero de 1999 (en Bancafé de 14,5 a 1,4, en el BCH de 9,01 a 0, y en el Banestado de 7,8 a 0).
- ²² El esquema completo de la Resolución 006 de Fogafin exigía que además de las operaciones de saneamiento necesarias para llevar los patrimonios previamente castigados a cero, y de las requeridas para alcanzar el nivel de solvencia del 10%, se firmara un convenio de desempeño con metas acordadas para asegurar la solvencia de las entidades y su capacidad para pagar el crédito de largo plazo.
- ²³ La línea de capitalización de Fogafin para la banca privada expiró a fines de 1999. La Resolución 011 de 1999 de dicha entidad dispuso que las entidades que acudieron al programa de apoyo durante 1999, podrían obtener un segundo préstamo durante el primer semestre de 2000.
- ²⁴ La capitalización requerida se calculó, de manera aproximada, aplicando los términos de la Resolución 006 de Fogafin a las entidades privadas que no acudieron al crédito de capitalización de dicha institución. Así, se calcularon las provisiones que en un porcentaje del 100% deberían hacerse sobre los siguientes rubros: i) la cartera clasificada en la categoría C, exceptuando la hipotecaria y las clasificadas en las categorías D y E; ii) los bienes recibidos en pago; iii) las cuentas por cobrar, y iv) la amortización del crédito mercantil y de gastos anticipados. El ejercicio se aplicó sobre los balances de fin de 1999.

- ²⁵ La información sobre los costos fiscales esperados de las operaciones de apoyo se obtuvo de los informes de Fogafin, Informe de gestión, 1999. Santafé de Bogotá, marzo de 2000.
- ²⁶ Como la cartera comercial de las entidades de la muestra representa el 72,5% de la cartera comercial total a fines de 1999, la Superintendencia Bancaria ha estimado que el valor total de las reestructuraciones a fines de 1999 sería del orden de \$1,8 billones. Superintendencia Bancaria. *Boletín de prensa*. Santafé de Bogotá, febrero de 1999.
- ²⁷ En términos de los activos de las CAV, los bienes recibidos en pago llegaron a totalizar el 2,2% de los mismos en noviembre de 1999. En cuanto al BCH, la cifra correspondiente fue del 4,9%.
- ²⁸ Stiglitz, J. y Miller, M. "Bankruptcy protection against macroeconomic shocks: the case for a 'super chapter eleven'" World Bank, 1999.
- ²⁹ La medición del déficit realizada con base en las fuentes de financiamiento arroja un desbalance de 5,3% del PIB para el sector público consolidado y de 6,3% del PIB para el SPNF. Debido a diferencias en cobertura, esta medición implica una discrepancia estadística de 0,2% y de 0,3% del PIB, respectivamente, frente a la medición basada en ingresos y gastos de las distintas entidades públicas reportada en el Cuadro 10.
- ³⁰ Como se muestra en el Recuadro adjunto, el déficit de 7,6% del PIB para el Gobierno Central, corresponde a un déficit de 6,0% del PIB en la metodología de operaciones efectivas de caja que se usaba anteriormente. Los principales ajustes obedecen a la no contabilización de las utilidades del Banco de la República dentro de los ingresos del Gobierno (0,8% del PIB), y a la inclusión de la variación del rezago presupuestal, por un monto equivalente a 0,6% del PIB.
- ³¹ Este Fondo fue creado mediante la Ley 549 del 28 de diciembre de 1999.
- ³² Las definiciones sobre estos indicadores pueden consultarse en la página 25 del Informe al Congreso de la República de marzo de 1999.
- ³³ Urrutia, 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.
Huertas, Carlos y Jalil, Munir (2000), "Relación entre el Índice de Precios del Productor (IPP) y el Índice de Precios al Consumidor (IPC)", mimeo, Subgerencia de Estudios Económicos, Banco de la República.
- ³⁴ "Para capturar todas las ganancias del comercio, afirmaba Olson, se requiere un orden legal y político que garantice la ejecución de los contratos, proteja los derechos de propiedad, desarrolle los acuerdos hipotecarios, permita la responsabilidad limitada de las empresas y facilite el uso extendido y perdurable del mercado de capital que hace más líquidas las inversiones y los préstamos de lo que sería posible de otra forma. Estas condiciones deben ser respetadas por largos períodos de tiempo para generar las expectativas adecuadas entre los agentes". Mancur Olson, *Power and Prosperity*, Basic Books, New York, 2000, p. 185.
- ³⁵ La corrección del DANE, en el momento de llevar este Informe a imprenta, señala que la caída de la industria manufacturera es inferior a la aquí reportada. En particular, la encuesta mensual manufacturera reestima para el mes de diciembre una contracción año corrido para la industria de -13,5%. La menor caída de la actividad industrial se reflejará en una menor contracción de la actividad económica en 1999.
- ³⁶ Tradicionalmente, la finca raíz se ha constituido como el principal activo del sector privado.
- ³⁷ La teoría macroeconómica moderna incluye análisis rigurosos de ciclos económicos exacerbados por procesos de endeudamiento y "burbujas" especulativas en los mercados de activos "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", Capítulo 21 de *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier Science, 1999.
- ³⁸ Lo que equivale a 1,5% del PIB en 1999.

- ³⁹ Son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera.
- ⁴⁰ Otras monedas tales como coronas suecas y libras esterlinas.
- ⁴¹ Standard & Poors , Moody's e IBCA.
- ⁴² Comprende las transacciones registradas en el mercado cambiario y en las cuentas de compensación en el exterior.
- ⁴³ Esta cifra incluye los cambios en el saldo de reservas originados por las variaciones del dólar frente a otras monedas y por las variaciones en las tasas de interés internacional.
- ⁴⁴ Los aportes al FMI que se realizan en pesos se contabilizan en el Activo del Banco, en el rubro "Aportes en Organismos Internacionales", pero no constituyen reservas internacionales.
- ⁴⁵ La cuota de un país miembro del FMI determina el monto de su participación en los recursos del Fondo, su poder de votación, su acceso a los servicios financieros y su derecho a participar en la asignación de Derechos Especiales de Giro.
- ⁴⁶ Las reservas totales con el FMI se dividen en tenencias de DEG y posición de reserva en el FMI. Como resultado de esta operación se redujo la tenencia de DEG, pero aumentó en igual monto la posición de reserva en el FMI, manteniéndose inalterada la posición global en el FMI.
- ⁴⁷ Equivalente al 75% del aporte total de US\$305.3 m, que se efectuó en moneda legal.
- ⁴⁸ Monto que corresponde al 75% de la cota que se efectuó en pesos (US\$229 m) y a la compensación de la venta de DEG (US\$248 m).
- ⁴⁹ Suma correspondiente a las ventas de DEG.
- ⁵⁰ Esta reserva es igual al saldo de moneda metálica en caja \$211,8 mm menos su costo de producción \$28,5 mm.