INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Introducción

Como es bien conocido por el Congreso de la República, el Banco conduce la política monetaria con el propósito principal de alcanzar una tasa de inflación baja y estable. La importancia de este objetivo radica en que la estabilidad de precios es una condición necesaria para mejorar el bienestar de la población en el largo plazo, al crear un clima de confianza y estabilidad que fomente el crecimiento de la inversión, el empleo, y la productividad.

El manejo de la política monetaria en Colombia se lleva a cabo mediante la estrategia de inflación objetivo. En ésta se fijan metas cuantitativas explícitas para el ritmo de crecimiento de los precios, que contribuyen a orientar las expectativas y proporcionan al público un criterio claro para evaluar la efectividad de la política monetaria. En la práctica, la búsqueda de la estabilidad de precios en el esquema de inflación objetivo es coherente con la suavización de los ciclos económicos. Cuando la inflación proyectada está por debajo de la meta y el producto por debajo de su tendencia de largo plazo, la política monetaria se hace más expansiva, estimulando el crecimiento económico. Cuando la inflación proyectada se sitúa por encima de la meta y el producto por encima de su nivel potencial, la política monetaria se hace más estricta, para moderar el crecimiento de la demanda y las presiones inflacionarias. Por lo tanto, el éxito de la política de inflación objetivo consiste en lograr el máximo crecimiento del empleo y del producto compatible con la estabilidad de precios.

La evolución de la economía colombiana y el manejo de la política monetaria durante la presente década ilustran la operación de este esquema. Desde el año 2000 el Banco redujo sus tasas de interés de intervención en 550 puntos básicos (pb), en una economía que crecía muy por debajo de su potencial después de la crisis de finales de los años noventa. Como resultado de estas políticas y de otros factores, en los últimos dos años la economía creció cerca del 4%, se cumplió la meta de inflación de 2004 y la inflación continuó reduciéndose hacia sus niveles de largo plazo. La inversión recuperó sus niveles históricos y el empleo creció. En 2004 hubo una notable mejoría en la calidad del empleo. Los empleos de tiempo completo crecieron 4,3%, la mayor tasa en varios años. No obstante, el producto aún no ha

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

alcanzado sus niveles de largo plazo y el ritmo de creación de empleo todavía no es satisfactorio.

Desde el segundo trimestre de 2003 tuvo lugar una apreciación del peso, al tiempo que la economía mantenía excesos de capacidad productiva. Ambos factores han contribuido a una reducción de la inflación y de las expectativas sobre la misma. En estas condiciones, la política monetaria ha sido más expansiva. El Banco ha reducido las tasas de interés de sus operaciones de mercado abierto y ha comprado divisas en el mercado. Se juzga que la intervención en el mercado cambiario es útil para evitar desviaciones fuertes y prolongadas de la tasa de cambio respecto a su tendencia de largo plazo, cuya posterior corrección podría afectar negativamente la actividad económica, el nivel de precios y la estabilidad financiera.

Con base en estas consideraciones, en 2004 el Banco compró US$2.905 millones (m), y aumentó las reservas internacionales en cerca de 25%. Esta cifra es, en términos absolutos, la mayor en la historia del país y, en términos porcentuales, una de las más altas en el mundo. Gracias a esta política se evitó una mayor apreciación del peso que habría tenido efectos negativos sobre aquellas actividades económicas expuestas a la competencia internacional y sobre la sostenibilidad misma del crecimiento en el mediano plazo. Como se mencionó, esto se hizo sin afectar el cumplimiento de la meta de inflación, y sin interrumpir el descenso paulatino de la inflación hacia sus niveles de largo plazo.

Estas acciones de la política monetaria y cambiaria no habrían sido posibles si la economía creciera por encima de su capacidad. En tales condiciones, una intervención del Banco para mitigar la apreciación del peso implicaría compras de reservas internacionales, una expansión de la liquidez y un estímulo al gasto incoherentes con el logro de las metas de inflación. El resultado final de esta intervención sería negativo en términos del empleo, el bienestar y la credibilidad de la propia política monetaria. De manera similar, un esfuerzo de política monetaria y cambiaria para alcanzar una tasa de cambio real depreciada, en contravía de sus determinantes fundamentales, produciría un aumento de la inflación sin alterar la tendencia de la tasa de cambio real, comprometiéndose también la credibilidad de la política monetaria.

El margen de acción de un banco central en la defensa de la estabilidad de precios, la promoción del crecimiento y del empleo, y la moderación de las fluctuaciones de la tasa de cambio, depende crucialmente de su credibilidad dentro de la sociedad. Esa credibilidad mantiene las expectativas de inflación en la meta y amplía las opciones de política a disposición del banco central para alcanzar sus objetivos. Por esta razón, la credibilidad es el principal activo de la autoridad monetaria y un bien público para la sociedad en

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

su conjunto. Con el fin de mantener y acrecentar esa credibilidad, la autoridad monetaria debe ser consciente de los límites de su acción y expresarlo a la sociedad en forma clara y transparente.

En el presente Informe se ilustra el resultado de la estrategia de inflación objetivo en términos de la reducción continuada de la inflación y el estímulo al crecimiento del producto y el empleo. El capítulo I reseña el comportamiento de la actividad económica y del empleo en 2004 y sus perspectivas para 2005. El capítulo II presenta la evolución de la inflación, sus factores determinantes y sus perspectivas. En el capítulo III se analizan los factores que explican la apreciación reciente del tipo de cambio. En el capítulo IV se expone la operación de la estrategia de inflación objetivo y la coherencia de las acciones de la política cambiaria adelantadas por el Banco para moderar la apreciación del peso, sin comprometer el logro de la meta de inflación. El capítulo V del Informe analiza la política fiscal. El capítulo VI examina el comportamiento y las perspectivas de la balanza de pagos, el capítulo VII describe la situación y el manejo de las reservas internacionales. Finalmente, el capítulo VIII muestra la situación financiera del Banco de la República y la proyección de ingresos y gastos para el año 2005.

I. Actividad económica y empleo

Al finalizar 2004 la economía colombiana completó el segundo año consecutivo de crecimiento cercano a su promedio histórico (4,0%), luego de la profunda crisis de finales de la década de los noventa y la lenta recuperación de la actividad productiva durante el período de 2000 a 2002[1]. A este resultado contribuyeron, entre otros, un entorno externo dinámico, la recuperación de la confianza y la aplicación sistemática de políticas macroeconómicas favorables a la expansión de la producción, del empleo y a la reducción de precios.

La economía mundial presentó el mayor crecimiento de los últimos 20 años, posibilitando una fuerte expansión de las exportaciones colombianas e incrementos sustanciales en los términos de intercambio. De otra parte, la amplia liquidez existente en los mercados internacionales y la disminución de las primas de riesgo-país propiciaron importantes flujos de capital hacia las economías emergentes, contribuyendo al debilitamiento del dólar frente a la mayoría de monedas del mundo.

Estas circunstancias indujeron una apreciación significativa del peso colombiano, a pesar de la compra de dólares por parte del Banco de la República.

---

[1] A la fecha de presentación del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) informó que la cifra de crecimiento económico correspondiente a 2004 fue de 3,96

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Sin embargo, el crecimiento del producto interno bruto (PIB) fue relativamente balanceado entre los sectores productores de bienes y servicios transables y no transables. Esto fue posible gracias a que los sectores transables se beneficiaron de la mayor demanda de exportaciones y la mejoría de los términos de intercambio.

Junto con las exportaciones, la inversión privada fue el principal motor de crecimiento en 2004. Ello se explica por la recuperación de los balances de las empresas y de los hogares, y por la mayor confianza de los empresarios, gracias a mejores condiciones de seguridad. Además, el consumo de bienes durables por parte de los hogares mostró también un comportamiento muy dinámico, similar al de la inversión. La política monetaria creó condiciones propicias para este buen desempeño, al proveer amplia liquidez y tasas de interés históricamente bajas. En contraste, el consumo de no durables y de servicios registró menores tasas de crecimiento.

Por su parte, en el mercado laboral se observó una mejora significativa en la calidad del empleo, gracias a la generación de empleos formales y de empleos de tiempo completo. Adicionalmente, la tasa de desocupación se redujo, pese a que el ritmo de creación de empleos fue menos dinámico en 2004 que en el año anterior. La caída en la tasa de desempleo fue ante todo consecuencia de un menor crecimiento de la oferta laboral asociado con la mejora en las condiciones económicas, que permitió a muchas personas retornar al estudio o a actividades en el hogar.

Las perspectivas para 2005 sugieren que la economía colombiana continuará su senda de expansión a un ritmo similar al del año anterior. Entre los factores que contribuirán a mantener el ritmo de crecimiento se destacan la inversión y la construcción, que se espera continúen creciendo a tasas altas, al tiempo que se prevé una recuperación de las obras civiles. Igualmente, el incremento reciente en los precios internacionales del café tendrá un impacto positivo sobre la demanda de los hogares. En el entorno externo, la economía mundial continuaría su expansión aunque a un menor ritmo. Estos factores positivos serán reforzados por una política monetaria amplia que asegure bajas tasas de interés, en un escenario de reducción de la inflación.

Sin embargo, no debe pasarse por alto que también se vislumbran factores que podrían convertirse en un obstáculo para alcanzar un mayor crecimiento. En primer término, se espera una corrección a la baja en los precios internacionales de algunos bienes básicos. En segundo lugar, las exportaciones podrían crecer a un ritmo inferior al de las importaciones por efecto de la apreciación real del peso y las menores ventas a Venezuela, lo cual podría reflejarse en una ampliación del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

La apreciación del peso también podría inducir una reasignación de los recursos productivos hacia sectores no transables, a menos que la demanda de exportaciones sea más fuerte de lo que aquí se prevé. La inversión privada debería seguir contribuyendo a su buen desempeño y se espera que el consumo de los hogares registre una aceleración frente a lo observado en 2004. Esto será posible en la medida en que la continuidad del crecimiento económico se refleje en una mayor expansión del empleo y del ingreso disponible de los hogares.

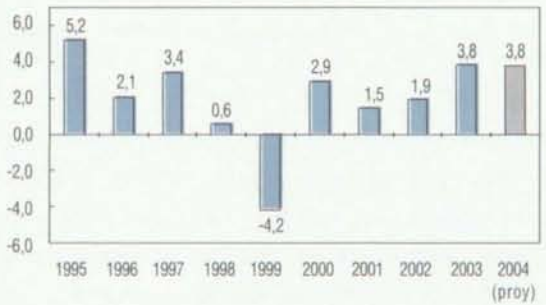
A. Actividad económica

El crecimiento de la economía colombiana en 2004, cercano al 4%, fue muy similar al observado en 2003. Esta tasa no difiere mucho del crecimiento promedio desde 1970 y contrasta con el precario desempeño observado entre 1998 y 2002, cuando el crecimiento de la actividad económica no sobrepasó 0,5% por año. Como resultado de la dinámica de los dos últimos años, el PIB per cápita ha retornado a niveles cercanos a los que tenía antes de la crisis (Gráfico 1). A pesar de los avances obtenidos, aún no se ha alcanzado todo el potencial de crecimiento, por lo cual los esfuerzos por estimular la economía deben continuar, en un marco compatible con el control de la inflación.

Gráfico 1

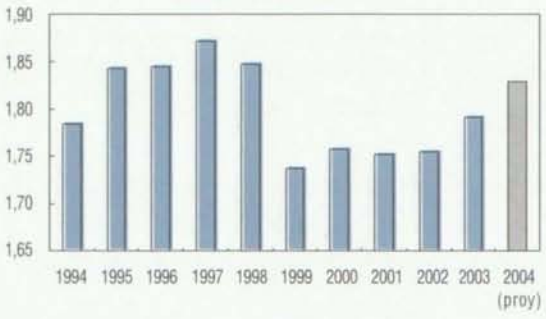
Crecimiento anual del PIB

(Porcentaje)



PIB per cápita

(Millones de pesos de 1994)



Proy: Proyectado.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística. Proyecciones del Banco de la República.

A nivel externo, durante 2004 la economía mundial mostró el mayor dinamismo de las últimas dos décadas, impulsada principalmente por el crecimiento de los Estados Unidos y de China. Para Colombia, además, fue de gran importancia la recuperación de la economía venezolana. En su conjunto, nuestros socios comerciales pasaron de crecer 1,8% en 2003 a una tasa cercana al 5% (Cuadro 1). Esto contribuyó a la fuerte expansión de las exportaciones colombianas, en particular las no

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 1

Crecimiento socios comerciales

(Porcentaje)

	Observado	
	2003	2004
Países desarrollados		
Estados Unidos	3,0	4,4
Zona del euro	0,5	1,8
Japón	2,5	2,9
Países en desarrollo		
Argentina	8,8	8,8
Brasil	(0,2)	5,1
Chile	3,3	5,9
México	1,3	4,4
Perú	3,8	5,1
Ecuador	2,7	6,3
Venezuela	(7,6)	17,3
China	9,3	9,5
Socios comerciales	1,8	4,9

Fuente: Datastream - *Consensus Forecast.*

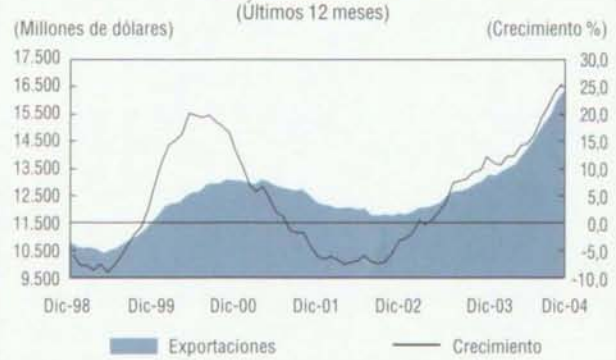
tradicionales, cuyo aumento alcanzó el 28,4% anual (Gráfico 2).

De otro lado, los mercados internacionales de capital siguieron contando con una amplia liquidez y bajas tasas de interés, como resultado de políticas monetarias holgadas en los Estados Unidos y Europa, lo cual estimuló el flujo de capitales hacia las economías emergentes. En el caso colombiano, las mayores entradas de capital fueron las asociadas con la inversión extranjera directa (IED) (cerca del 70% del total) y tuvieron como destino la financiación de sectores exportadores como carbón y petróleo. Otras entradas de capital correspondieron a flujos de portafolio y a endeudamiento

Gráfico 2

Exportaciones totales

(Últimos 12 meses)



Exportaciones no tradicionales

(Últimos 12 meses)

Fuente: DANE.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 3

Precio del café arábigo colombiano, Bolsa de Nueva York

(Centavos de dólar por libra)

Fuente: Datastream.

privado, las cuales se incrementaron principalmente durante el último trimestre del año. En su conjunto, por primera vez desde 1997, la entrada de capitales al país (diferentes a IED) fue positiva en términos netos.

De similar importancia en la coyuntura externa fue el comportamiento de los términos de intercambio, los cuales aumentaron gracias a los altos precios internacionales de las materias primas y los bienes básicos que favorecieron las exportaciones. Ese fue el caso particular de los precios del petróleo y del carbón, cuyos niveles alcanzaron o estuvieron muy cerca de sus máximos históricos. Algo similar sucedió con los precios del oro y del ferroníquel. Además, a finales de año se observó un repunte del precio internacional del café, que se acentuó en los primeros meses de 2005, llegando a niveles que no se observaban desde 1999 (Gráfico 3).

La expansión de las exportaciones, la mejora en los términos de intercambio y el aumento en los flujos de capital en 2004, en un ambiente internacional de debilitamiento del dólar, contribuyeron a intensificar las presiones hacia la apreciación del peso colombiano, tal como se analiza en el capítulo III. Dicha apreciación, junto con el dinamismo de la actividad económica, impulsó un crecimiento de 20,1% en las importaciones en dólares (11,8% en términos reales).

El crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios superó el incremento mencionado de las importaciones, haciendo posible que el déficit en cuenta corriente disminuyera de 1,5% del PIB en 2003 a 1,0% en 2004. Como se discute más adelante, de no haber sido por la política de estabilización cambiaria y de acumulación de reservas, la afluencia de capitales externos y la mayor apreciación del peso habrían significado una ampliación del déficit y un desestímulo a los sectores transables.

Internamente, durante 2004 se mantuvieron o reforzaron factores favorables a la expansión de la demanda interna. Entre ellos debe destacarse la amplia liquidez otorgada por las autoridades monetarias al mercado, que permitió mantener bajas tasas de interés en momentos en que las tasas externas

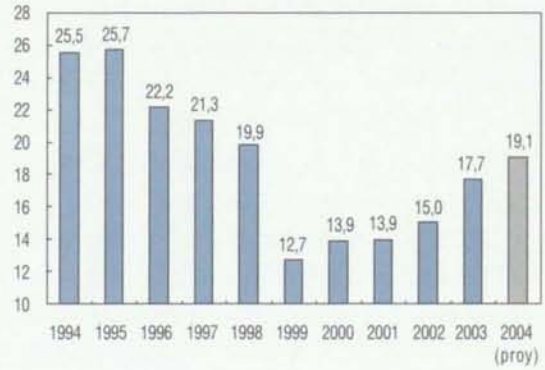
Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

subían sin comprometer el logro de las metas de inflación. La estrategia monetaria contribuyó al saneamiento de los balances de los hogares y las empresas, haciendo viable una recuperación del crédito. El de consumo, en particular, mostró un alto dinamismo, como se verá en el capítulo IV de este Informe.

Gráfico 4

Inversión total

(Como porcentaje del PIB)



proy: Proyectado.

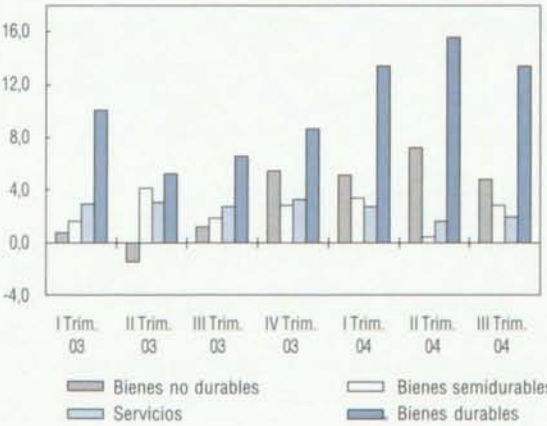
Fuente: DANE. Proyecciones del Banco de la República.

En 2004, la fuente principal de crecimiento fue nuevamente la inversión privada, tanto la dirigida a vivienda y edificaciones comerciales, como la que tuvo como destino la expansión del aparato productivo en los sectores industrial, agropecuario y de transporte. Gracias a este comportamiento, la tasa de inversión en 2004 (cercana a 19% del PIB) recuperó niveles similares a los de 1998, antes que se produjera el desplome durante la crisis de finales de la década (Gráfico 4).

Gráfico 5

Crecimiento anual del consumo de los hogares

(Porcentaje)



Fuente: DANE. Proyecciones del Banco de la República.

El consumo de bienes durables, cuya demanda es altamente sensible a las bajas tasas de interés y la apreciación de la tasa de cambio, creció a un ritmo elevado. En contraste, el consumo de bienes no durables por parte de los hogares, mostró un desempeño discreto (Gráfico 5).

Durante el tercer trimestre de 2004 se hicieron presentes algunos factores negativos, en su mayoría de carácter transitorio, que afectaron el crecimiento. Entre ellos conviene mencionar el paro de transporte en septiembre y principios de octubre que afectó a sectores como transporte, comercio y agropecuario, y la caída en las ventas de oro y café. En el cuarto trimestre varios de estos factores se revirtieron, restableciendo el crecimiento a un

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

ritmo que se estima cercano al 4%. En cualquier caso, este crecimiento estuvo afectado por la fuerte contracción de la demanda pública, principalmente debido al comportamiento de la inversión. En efecto, de acuerdo con información del DANE, las obras civiles se habían contraído 30,7% en términos anuales en el acumulado a septiembre de 2004.

Como se mencionó anteriormente, las tendencias para 2005 apuntan hacia un crecimiento no muy diferente al observado en 2004. Se espera que la inversión privada siga contribuyendo ampliamente al crecimiento y que el consumo de los hogares registre una aceleración frente a 2004. Esto sería posible gracias a las mejores condiciones de empleo, como también a los aumentos en el ingreso disponible asociado a los buenos términos de intercambio (en el caso del café, principalmente). Al mismo tiempo, el consumo de los hogares debe seguir beneficiándose de factores como la existencia de tasas de interés bajas y del aumento en los precios de activos tales como la vivienda y las acciones. Sin embargo, las condiciones externas serán menos favorables, ya que se proyecta un menor crecimiento mundial y de los socios comerciales de Colombia. Probablemente esto impedirá que las exportaciones desempeñen un papel tan dinámico como el del año anterior.

Adicionalmente, se espera que el gasto público alcance un mayor crecimiento en 2005 en comparación con el del año anterior, debido a que en 2004 se acumularon rezagos en la ejecución del presupuesto por parte de las entidades territoriales, que probablemente serán ejecutados en el presente año (véase capítulo V).

Las importaciones mantendrían un fuerte crecimiento que podría reflejarse en una ampliación del déficit en cuenta corriente. Dicho déficit sería financiado sin dificultad, si se presenta una afluencia de capitales externos de proporciones similares a las registradas en 2004. Al respecto, cabe señalar que los aumentos en las tasas de interés externas por encima de lo que se anticipa para 2005 podrían tener repercusiones adversas sobre los flujos de capital hacia países emergentes, incluido Colombia.

Por último, como se explicará luego, dependiendo de los factores que den origen a la apreciación, ésta podría inducir una reasignación de los recursos productivos hacia sectores no transables. En este caso, se puede esperar un crecimiento económico basado en la expansión de los sectores no transables, y un papel menos importante de los sectores transables. La magnitud de esta recomposición dependerá del dinamismo de las exportaciones, e incluso del comportamiento de la inversión, cuyas demandas derivadas han favorecido a varios sectores transables, en particular a los productores de bienes de capital.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

B. Empleo y desempleo

Las principales tendencias en el mercado laboral en 2004 fueron la fuerte caída de la tasa de desempleo y la mayor formalización del empleo.

Gráfico 6

Tasa de desempleo

(Promedio móvil de orden 3)

Fuente: DANE, encuesta continua de hogares.

La tasa de desempleo se redujo de 13,1% en diciembre de 2003 a 12,1% en igual mes de 2004, para el total nacional. Este descenso también se observó en la tasa de desempleo de las 13 principales ciudades, que pasó de 14,8% a 13,7% (Gráfico 6). Así, 2004 es el tercer año consecutivo de reducción en la tasa de desempleo para el total nacional y las principales ciudades. A pesar de lo anterior, la tasa de desempleo es aún alta, lo cual sugiere que la economía todavía puede absorber mano de obra, sin que ello implique mayores presiones sobre los salarios y la inflación.

En 2004 la caída en la tasa de desempleo se explica por la disminución de la oferta laboral. Esta variable se mide, en términos relativos, por la participación de la población económicamente activa (PEA) en la población en edad de trabajar (PET) o tasa global de participación (TGP). La PEA solo creció 0,01% en promedio con respecto a 2003. Puesto que la PET crece en promedio 2,2% por año, la TGP disminuyó de 64,5% en 2003 a 62,9% en 2004. Esta ha sido la mayor reducción de este indicador desde mediados de los noventa.

De otro lado, la tasa de ocupación (relación entre ocupados y PET) también exhibió un movimiento a la baja. De esta manera, se puede afirmar que la caída de la tasa de desempleo se debió a una disminución en términos relativos de la oferta laboral que compensó con creces la reducción, también en términos relativos, de la demanda de trabajo.

Este resultado contrasta con lo sucedido en 2003, cuando la PEA creció 3,1% (para 13 ciudades), la TGP aumentó, y la tasa de desempleo se redujo (de 17,7% a 16,8%) debido al aumento en el empleo, que se reflejó en un aumento de la tasa de ocupación (Gráfico 7).

En 2004 tuvo lugar una importante recomposición a favor del empleo de mayor calidad. De hecho, en el caso de las 13 principales ciudades, la ocupación

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 7

Creación de empleo

(En 13 ciudades - Promedio móvil de orden 3)

Nota: La "creación de empleo" se refiere a la variación absoluta en el número de ocupados frente a igual período del año anterior.

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Gráfico 8

Descomposición de la creación de empleo urbano

(En 13 ciudades - Promedio móvil de orden 3)

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

diferente del subempleo creció, en promedio, 4,7% frente a 2003, al tiempo que el subempleo se contrajo 3,5% (Gráfico 8). En esta mayor formalización del empleo no se puede descartar la posible contribución de la reforma laboral implementada en 2003.

Un análisis más detallado del comportamiento de la ocupación en 2004, muestra que en los últimos tres trimestres la caída del empleo se ha concentrado en el grupo de personas entre 12 y 17 años y las mayores de 56 años, que viven en las ciudades más grandes del país. En gran parte, corresponde al empleo de personas que consideraban su trabajo como mal remunerado y/o en un sector que no correspondía a sus capacidades. Los ocupados disminuyeron en los sectores donde la informalidad es más probable, como los servicios sociales y personales, y el comercio. En esos sectores, estas personas se desempeñaban como trabajadores independientes, trabajadores familiares sin remuneración y/o empleados domésticos.

En conjunto, los anteriores resultados son consistentes con la continuación de la recuperación económica en 2004. Inicialmente estos procesos tienen lugar a partir de mano de obra temporal y de la expansión del empleo informal. En la medida en que la reactivación económica se consolida, se comienza a expandir el empleo permanente y el dinamismo del sector formal

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

supera al informal. Parte de la fuerza de trabajo que se había vinculado a la oferta laboral como consecuencia de los bajos ingresos familiares durante la recesión, se retira del mercado. En particular, sale de actividades de muy baja productividad (actividades de subempleo) y se vincula a aquellas que consideran más productivas, aunque no generen ingresos inmediatos (educación y cuidado del hogar).

II. *Inflación*

En 2004 la inflación se redujo nuevamente. Para el cierre del año, la inflación anual medida por el índice de precios al consumidor (IPC), fue 5,5%, cumpliéndose así la meta establecida un año atrás por la Junta Directiva. Salvo algunas interrupciones cortas relacionadas con sobresaltos en los precios de los alimentos, la inflación al consumidor mostró una tendencia decreciente a lo largo del año (Gráfico 9).

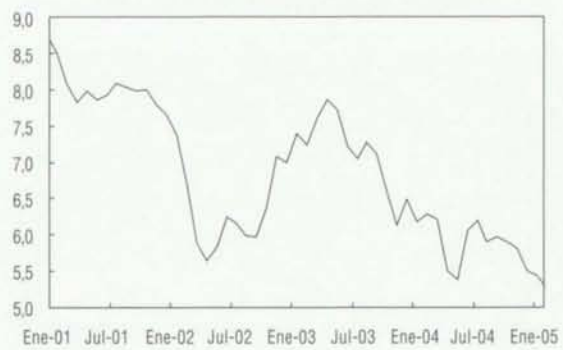
Esta tendencia se aprecia más claramente al examinar el comportamiento de la inflación básica, la cual excluye choques transitorios en los precios (usualmente asociados a fenómenos de oferta) y por tanto refleja más claramente la relación con la política monetaria. Así, el promedio de los tres indicadores utilizados por el Banco (inflación sin alimentos, sin alimentos primarios y sin regulados y "núcleo 20") se redujo de 7,1% en diciembre de 2003, a 5,3% en igual mes de 2004. En el caso del indicador más conocido, la inflación sin alimentos, su descenso fue considerable, pasando de 7,0% a 5,5%, aunque tendió a concentrarse en el primer semestre del año. En el segundo semestre mostró mayor estabilidad (Gráfico 10).

La tendencia decreciente de la inflación estuvo asociada en parte a los menores reajustes en los precios del componente transable de la canasta del consumidor, algo que a su vez fue el resultado de la apreciación del tipo de cambio (Gráfico 11). A finales de año, la inflación total de transables se situaba en 5,1%, bastante por debajo del registro de un año atrás (8,7%). Se debe recordar que esta última había aumentado sustancialmente

Gráfico 9

Inflación anual

(Porcentaje)



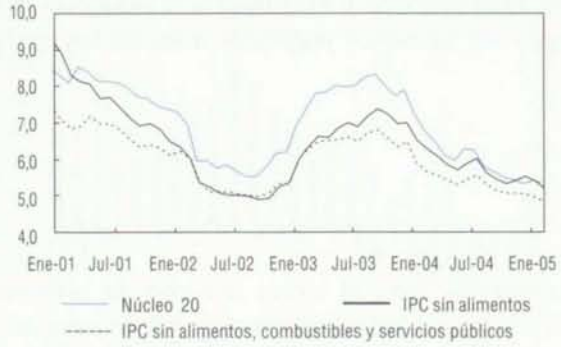
Fuente: DANE.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 10

Indicadores de inflación básica

(Porcentaje)

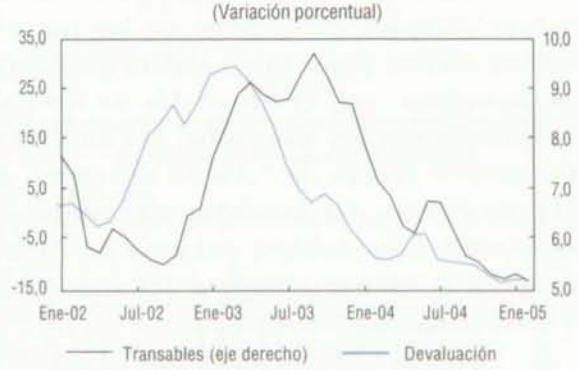


Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Gráfico 11

Inflación anual de transables y devaluación nominal anual

(Variación porcentual)



Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico 12

Inflación anual de no transables (IPC)

(Porcentaje)

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

con las altas tasas de devaluación, que llegaron a casi 30% entre la segunda mitad de 2002 y en el primer trimestre de 2003.

El componente no transable del IPC, tuvo una tendencia ascendente en la primera mitad de 2004, la cual se revirtió durante el segundo semestre (Gráfico 12). El rubro de los arriendos, un servicio no transable cuyo peso dentro de la canasta del consumidor es considerable (20% aproximadamente), tuvo un comportamiento estable en la segunda mitad del año, después de haber ejercido presiones alcistas sobre la inflación en el primer semestre. Para finales de 2004, la de arriendos (4,7%) todavía seguía estando por debajo de la meta.

La estabilidad de la inflación de no transables y su nivel cercano a la meta parece señalar la ausencia de presiones de demanda importantes en 2004. Esto quiere decir que, pese al crecimiento del PIB a tasas cercanas al 4% y a la importante reducción en la tasa de desempleo, la economía siguió operando por debajo de su potencial, diferencia que se ha venido ampliando como resultado de la mayor inversión. En términos técnicos, esto significa que la brecha del producto (la diferencia

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

entre el PIB observado y el PIB potencial) se mantuvo en terreno negativo durante 2004 (Gráfico 13).

Además de la apreciación cambiaria y las limitadas presiones de demanda, la reducción de la inflación fue posible gracias a menores expectativas inflacionarias. Los indicadores disponibles al respecto muestran una continua reducción de esta variable a lo largo del año (Gráfico 14), lo cual facilitó el reajuste de contratos salariales y de precios a tasas acordes con la meta del Banco. Este resultado es todavía más importante, si se tiene en cuenta que las expectativas se habían incrementado de 6% a más de 7,5% entre finales de 2002 y comienzos de 2003, y se mantuvieron por encima de 7% durante la mayor parte de ese año. Esto, como ya se señaló, es consecuencia, entre otros factores, del choque inflacionario asociado a la devaluación de 2002 y 2003.

Gráfico 13

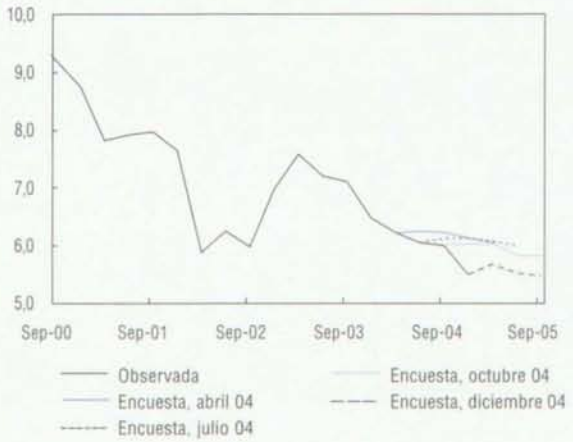
Brecha del producto

(Porcentaje del PIB potencial)

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 14

Expectativas de inflación



Fuente: Banco de la República.

Por lo tanto, la conducción de la política monetaria ha contribuido a la estabilización de los precios y de las expectativas de inflación, y a retomar el camino hacia la convergencia a niveles de inflación de largo plazo. Como lo muestra la literatura y la experiencia internacional, la reducción de las expectativas de inflación y el aumento en la credibilidad de la política monetaria contribuyen a hacer compatibles los objetivos de menor inflación y mayor crecimiento, incluso a corto plazo.

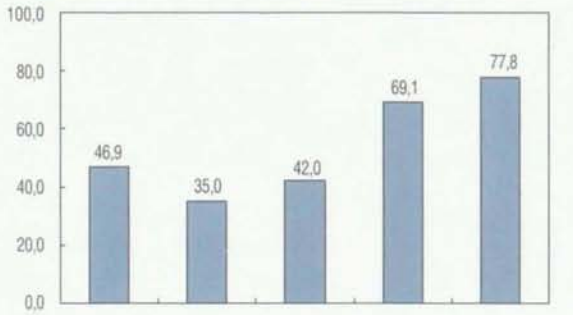
Un último factor que ayudó a la reducción de la inflación en 2004 fue el comportamiento favorable de los precios de los alimentos durante el cuarto

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 15

Credibilidad en la meta de inflación de los años 2001 a 2005

(Porcentaje)



Meta	Ene-01	Ene-02	Ene-03	Ene-04	Ene-05
	10,00%	8,00%	6,00%	5,0%-6,0%	4,5%-5,5%

Fuente: Banco de la República.

trimestre, en especial de los perecederos. Al parecer, hubo buenas condiciones climáticas para varios de estos grupos de alimentos, lo que frenó grandes alzas, especialmente hacia fin de año, cuando se presentan aumentos fuertes de la demanda. Por el contrario, los combustibles y el transporte público presionaron al alza la inflación, fenómeno que se ha observado en la mayoría de países del mundo por los altos precios internacionales del petróleo.

En los dos primeros meses del año las tendencias ya descritas no han cambiado sustancialmente. Se ha mantenido la reducción de la inflación de transables, como resultado de la tendencia decreciente del tipo de cambio y, la de no transables, gracias a las todavía bajas presiones de demanda. Cabe señalar que en los dos primeros meses del año la inflación acumulada de no transables fue significativamente inferior a la de igual período de 2004. Un hecho que merece destacarse es la nueva disminución de las expectativas de inflación en febrero y sobre todo, el gran aumento de la credibilidad en la meta de 2005 frente a los años anteriores (Gráfico 15). Finalmente, la inflación de alimentos se ha seguido reduciendo y debería seguir haciéndolo, por lo menos durante el primer semestre.

Las perspectivas de corto y mediano plazos de la inflación son favorables. Por un lado, se esperan pocas presiones sobre los precios de los bienes transables, como resultado de la apreciación reciente del tipo de cambio. Debido al rezago que existe en la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a la inflación, esta última podría seguir reduciéndose durante el segundo y tercer trimestres del año, incluso si el tipo de cambio repunta de forma moderada.

Por otro lado, la tendencia futura de la inflación de no transables dependerá del vigor que demuestre la demanda interna y de la evolución de las expectativas de inflación. Dada la existencia de excesos de capacidad productiva en la economía, un crecimiento del PIB cercano al 4% en 2005 no generaría presiones inflacionarias de demanda. Adicionalmente, la

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

reducción observada de las expectativas de inflación permite ser optimistas respecto al comportamiento de la inflación de no transables en los próximos trimestres.

El crecimiento anual del precio de los alimentos, por su parte, tiene buenas posibilidades de seguir disminuyendo en los próximos tres o cuatro meses gracias a las buenas condiciones climáticas y como resultado también de la apreciación del tipo de cambio. Para la segunda mitad del año la incertidumbre es alta, pero se esperan repuntes en los precios de algunos alimentos perecederos que harían aumentar la inflación anual del grupo. Estos aumentos serían limitados y no pondrían seriamente en peligro el logro de la meta.

El cumplimiento de la meta de inflación para 2005 (entre 4,5% y 5,5%) es altamente probable. Sin embargo, existen riesgos que el Banco de la República deberá considerar en la definición de sus políticas y que podrían afectar negativamente la senda de la inflación para el año. Por ejemplo, un rebote sustancial y rápido del tipo de cambio podría revertir la tendencia de la inflación de transables y aumentar las expectativas de inflación, tal como ocurrió a finales de 2002. Otros riesgos importantes son los siguientes: a) un aumento fuerte en los precios de los alimentos en el segundo semestre ocasionado por posibles problemas de oferta o por una demanda muy dinámica como parece estar sucediendo con la carne, por el considerable aumento de las exportaciones a Venezuela, y b) impactos inflacionarios provenientes de un reajuste mayor que lo esperado en el precio de los combustibles y del transporte, y en menor medida, de los servicios públicos.

III. Apreciación del peso

A. Evolución de las tasas de cambio nominal y real

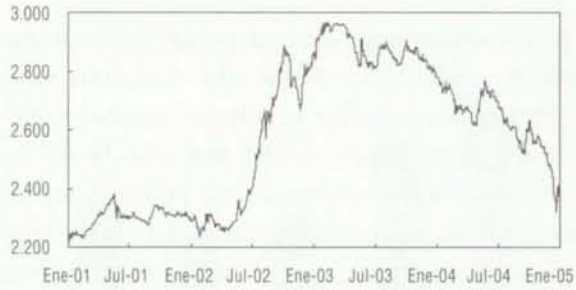
En el año 2004, la tasa de cambio nominal promedio del peso frente al dólar se ubicó 8,7% por debajo de su nivel de 2003. En términos reales, la apreciación del peso frente a la canasta de monedas de los países con los cuales comercia Colombia fue de 9,7% si se deflacta por el IPC, y de 6,5% anual si el deflactor es el índice de precios del productor (IPP) (gráficos 16 y 17). Si se comparan los niveles de las tasas de cambio al finalizar cada año, la apreciación nominal durante 2004 fue de 14,1%. Esto significa una apreciación en términos reales, de 13,81% o, de 10,51%, según si se emplea el IPC o el IPP, respectivamente (para una explicación sobre la medición de las tasas de cambio nominal y real, véase Recuadro 1).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 16

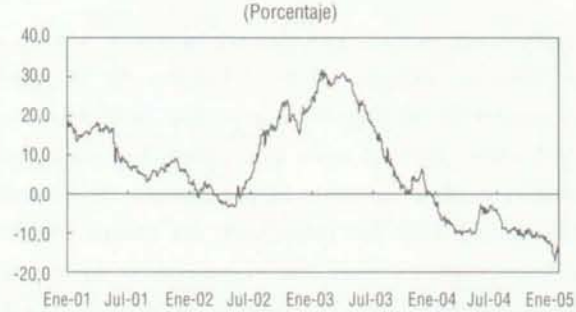
Tasa representativa del mercado

(Pesos por dólar)



Depreciación nominal anual

(Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

Gráfico 17

Índice de la tasa de cambio real

(1994 = 100)

Fuente: Banco de la República.

El fenómeno de la apreciación se produjo en varios países de la región y en economías desarrolladas como Japón y la zona del euro, que vienen apreciándose desde principios de 2002 (Gráfico 18). Los países latinoamericanos que presentaron mayor apreciación nominal promedio frente al dólar entre 2003 y 2004 fueron Brasil (5,0%), Chile (12,0%) y Colombia (8,7%). La zona del euro registró una apreciación nominal promedio de 9,0%, mientras que en Japón fue de 6,7%.

La revaluación del peso colombiano se produjo después de la fuerte depreciación ocurrida entre el segundo semestre de 2002 y el primer trimestre de 2003, cuando las tasas de cambio nominal y real alcanzaron máximos históricos, impulsadas por la incertidumbre política en Brasil, los escándalos corporativos en los Estados Unidos, y la caída en las exportaciones a Venezuela. La apreciación reciente revirtió el episodio de 2002 y llevó la tasa de cambio a cerca de los niveles que tenía en los meses de mayo y junio de dicho año.

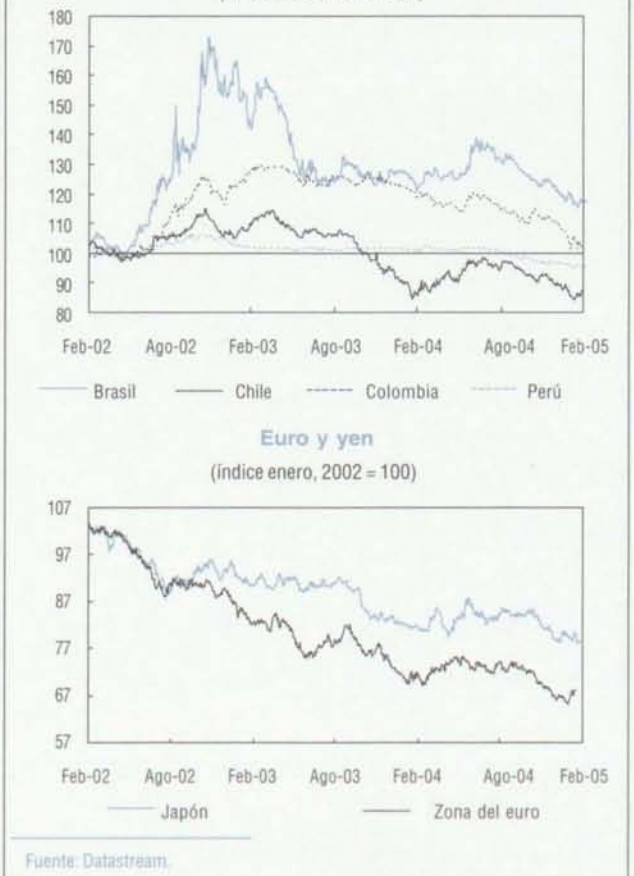
La tasa de cambio real bilateral (medida con el ITCR-IPP) con los Estados Unidos se depreció 1,09% en promedio en el período 2002-2004. Frente a otras monedas de la región, el peso colombiano se apreció con respecto a México (1,2%),

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Venezuela (0,7%) y Argentina (11,2%), pero se depreció con relación a Brasil (7,3%), Perú (1,0%), Ecuador (5,7%) y Chile (1,5%) (Cuadro 2, Gráfico 19). En promedio entre 2002 y 2004, el peso colombiano se devaluó 1,87% en términos nominales y 2,58% en términos reales frente a los principales socios comerciales.

Gráfico 18

Tasa de cambio de diferentes monedas frente al dólar



Fuente: Datastream.

B. ¿Qué explica el comportamiento de la tasa de cambio durante 2004 en Colombia?

1. Contexto internacional

La apreciación de muchas monedas, incluido el peso colombiano, con respecto al dólar, se explica, en parte, por dos factores que indujeron aumentos en la demanda por activos financieros fuera de los Estados Unidos: la duda sobre la sostenibilidad de los desbalances macroeconómicos de la economía estadounidense (Recuadro 3) y la amplia liquidez existente en los mercados internacionales, reflejada en bajas tasas de interés externas y en la reducción de las primas de riesgo de las economías emergentes (gráficos 20 y 21). Adicionalmente, los flujos de capital hacia las economías emergentes fueron impulsados por la mejora en la confianza de los inversionistas en dichas economías, como resultado del buen ritmo de crecimiento que presentaron en el último año.

De otro lado, se estima que durante 2004 la economía de los Estados Unidos mostró un crecimiento real de 4,4%, superior al de los últimos cuatro años, aunque con una desaceleración en el último trimestre. El buen desempeño de la economía de los Estados Unidos y el gran dinamismo de

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 2

Depreciación real y nominal del peso colombiano

(Porcentaje)

País	Ponderaciones	ITCN (promedio)		ITCR-IPP (promedio)	
		2004	(2002-2004)	2004	(2002-2004)
Industrializados					
USA	43,7	(8,7)	4,5	(7,9)	1,1
Euro **1/**	11,5	0,3	16,7	(3,2)	12,0
Japón	3,2	(2,2)	8,7	(5,9)	1,5
Reino Unido	1,4	2,3	13,3	(0,4)	7,7
Suiza	3,1	(1,2)	15,8	(4,9)	8,9
Canadá	1,5	(1,8)	10,8	(3,5)	4,8
Suecia	0,6	0,4	17,2	(2,3)	10,8
Externa	**65,0**	**(5,8)**	**8,2**	**(6,4)**	**3,8**
En desarrollo					
México	5,2	(12,7)	(1,9)	(9,3)	(1,2)
Venezuela	9,3	(21,8)	(24,0)	(3,1)	(0,7)
Ecuador	6,2	(8,7)	4,5	(10,8)	5,7
Brasil	4,0	(4,1)	(3,0)	(0,0)	7,3
Chile	2,6	3,3	5,9	(0,7)	1,5
Perú	3,3	(6,9)	5,5	(6,8)	1,0
Panamá	3,3	(8,7)	4,5	(11,3)	(0,3)
Argentina	1,1	(8,4)	(27,1)	(4,9)	(11,2)
Externa	**35,0**	**(13,4)**	**(7,3)**	**(5,7)**	**0,1**
Externa total	**100,0**	**(11,0)**	**1,9**	**(6,1)**	**2,6**
Otros países 2/					
China		(8,7)	4,5	(10,4)	(0,4)
Corea		(5,0)	8,8	(7,1)	5,6

1/ Corresponde a los países: Alemania, Holanda, España, Francia, Italia, Bélgica.

2/ La ITCR de estos países corresponde a la deflactada por el IPC.

Fuente: Cálculos del Banco de la República.

la economía china impulsaron el crecimiento mundial y el aumento de los precios de los productos básicos. En este contexto, el crecimiento económico en América Latina fue estimulado por la mayor demanda de exportaciones y por el aumento en los términos de intercambio, factores ambos que contribuyeron a apreciar las monedas de la mayoría de los países de la región.

2. La apreciación en Colombia

En el contexto internacional descrito, el fenómeno de la apreciación en Colombia durante 2004 obedeció a diferentes factores. En parte, la aprecia-

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 19

Índices de tasa de cambio real bilateral con algunos países

(Media geométrica, 1994 = 100)

Fuente: Datastream. Cálculos del Banco de la República.

ción se originó en movimientos de la cuenta corriente de la balanza de pagos, como la mejora en los términos de intercambio, el aumento en la demanda externa de nuestros productos de exportación y las entradas de remesas del exterior. De otra parte, al igual que en algunos otros países de la región, se observaron entradas de capital, tanto de portafolio, como de endeudamiento y de IED.

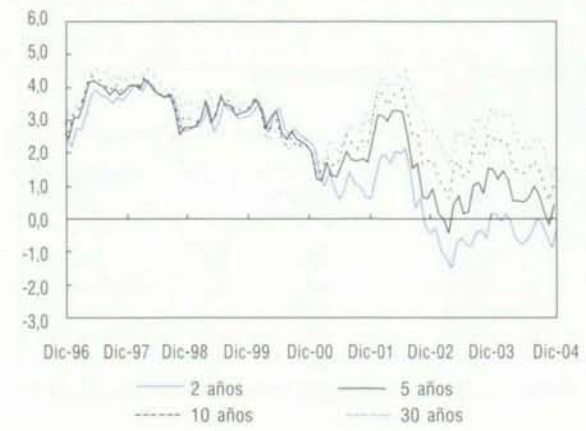
El mayor crecimiento de la economía mundial y, en particular, la reactivación de la economía venezolana, se manifestaron en un aumento en la demanda externa de productos colombianos no tradicionales, cuyas ventas crecieron en 27% anual y habiendo superado los máximos históricos observados en

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 20

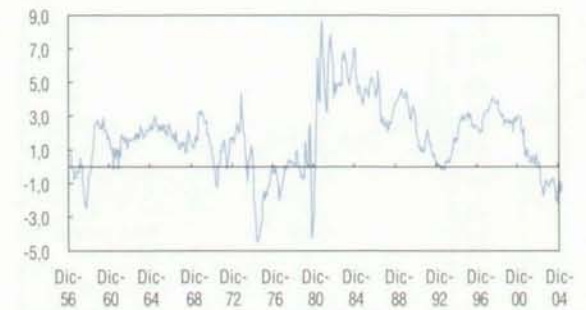
Tasas de interés reales de los títulos del tesoro

(Porcentaje)



Tasa de interés real de la Reserva Federal

(Porcentaje)

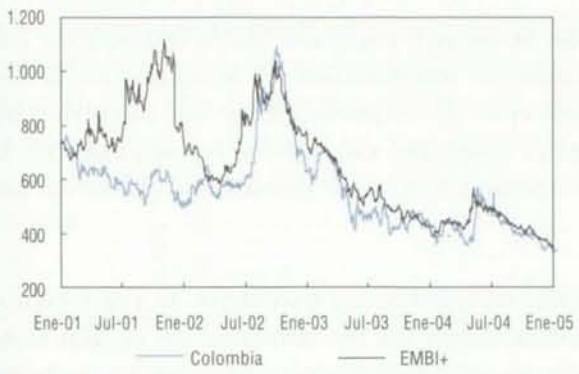


Fuente: Datastream. Cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21

Prima de riesgo-país EMBI+ países latinoamericanos

(Puntos básicos)



Fuente: Datastream.

2002. En el caso de las exportaciones al mercado venezolano, su crecimiento fue de 130% en 2004. Su nivel alcanzó US$1.598 m, frente a US$639 m en 2003 (Gráfico 22).

La mejora en los términos de intercambio se explica fundamentalmente por los aumentos en los precios internacionales de algunos de nuestros principales productos de exportación como café, petróleo, carbón y ferroníquel. Este incremento en el precio permitió que las exportaciones tradicionales crecieran 29% en 2004, a pesar de la disminución de los volúmenes exportados de café y petróleo. Los sacos exportados de café resultaron inferiores en 0,5% respecto a los vendidos en 2003 y las cantidades exportadas de petróleo se redujeron en cerca de 4,0%.

Se estima que las remesas de trabajadores colombianos en el exterior ascendan a cerca de US$3.200 m en 2004, un nivel superior en 4,0% al del año anterior (Gráfico 23). Aunque este crecimiento fue inferior al que había tenido el mismo rubro en los años precedentes, la magnitud de los ingresos por este concepto indica que el rubro ha pasado a ser una fuente importante y duradera de divisas. A manera

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

de ilustración, entre 2000 y 2004 las remesas del exterior incrementaron la oferta anual de divisas en US$1.489 m y su participación en el ingreso nacional pasó de 1,9% del PIB a 3,5% del PIB.

De otro lado, una parte importante de la apreciación del peso colombiano, en especial durante el último trimestre del año, se relaciona con un aumento en los flujos de capital hacia Colombia, los cuales elevaron el superávit en la cuenta de capital de 1,0% del PIB en 2003 a una cifra estimada de 3,4% del PIB en 2004 (Cuadro 3). Mientras en 2002 y 2003 el sector privado reportó salidas netas de capital (sin IED) por US$319 m y US$473 m, respectivamente, en 2004 se estiman entradas por US$935 m.

En 2004 los ingresos netos de fondos extranjeros de inversión de portafolio fueron de US$370 m, en contraste con egresos netos de US$20 m en 2003. Las inversiones de dichos fondos en 2004 se dirigieron en cerca de un 80% al mercado de títulos de deuda pública. De igual forma, las inversiones de cartera del sector privado en el exterior, que durante 2003 reportaron salidas de divisas por US$1.135 m, en 2004 fueron de US$363 m. Con esto,

Gráfico 22

Exportaciones no tradicionales

(Últimos 12 meses)

a los Estados Unidos

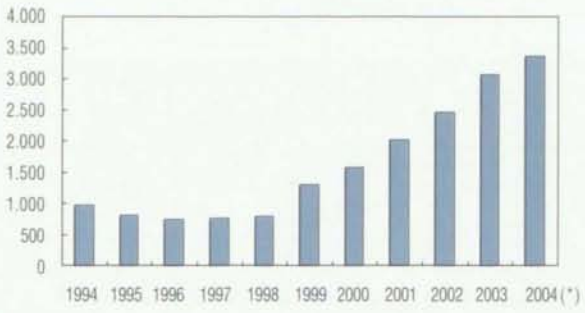
a Venezuela

Fuente: DANE.

Gráfico 23

Remesas de trabajadores

(Millones de dólares)



(*) Estimación - Balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 3

Balanza de pagos

Cuenta de capital y financiera (flujos anuales)

(Millones de dólares)

	2002	2003	2004 1/
Inversión directa neta	**1.258**	**855**	**2.215**
Extranjera en Colombia	2.115	1.793	2.343
Colombiana en el exterior	(857)	(938)	(128)
Total sector público	**393**	**457**	**133**
Sector público financiero	(131)	(293)	(424)
Sector público no financiero	525	750	558
Largo plazo	(1.093)	1.457	910
Desembolsos	2.469	4.915	2.889
Amortizaciones	3.561	3.459	1.979
Corto plazo	1.617	(707)	(353)
Total sector privado sin IED	**(319)**	**(473)**	**935**
Sector privado no financiero	(144)	(32)	399
Leasing	(160)	(319)	(125)
Largo plazo	(970)	(726)	(1.252)
Desembolsos	1.375	1.387	1.214
Amortizaciones	2.345	2.112	2.466
Corto plazo	985	1.012	1.775
Inversión de cartera (activa)	431	(1.135)	(363)
Deuda y otros	554	2.147	2.138
Sector privado financiero	**(174)**	**(441)**	**536**
Largo plazo	(217)	(51)	(15)
Corto plazo	43	(390)	551
Memo ítem			
Flujos de capital privado sin IED ajustado 2/	(915)	(1.285)	1.633

1/ Estimado.

2/ Los flujos de capital se ajustan por operaciones que se consideran especiales por su magnitud y las efectúa por un agente en particular.

Fuente: Banco de la República.

los flujos de capital por inversión de portafolio pasaron de salidas netas de US$1.169 m en 2003 a US$306 m en 2004. En el último año, por lo tanto, el mercado cambiario dejó de percibir una fuerte demanda de divisas que había sido muy importante en años anteriores. Sin lugar a dudas, ello debió contribuir a incrementar las presiones hacia la revaluación de la tasa de cambio.

De otra parte, el bajo nivel de las tasas de interés internacionales en un ambiente de expectativas de apreciación del peso favoreció la contratación de créditos externos, especialmente de corto plazo, durante el último trimestre del año. Los préstamos netos de corto plazo (público y privado),

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

fueron de US$1.769 m en 2004, mientras que en 2003 se reportaron pagos netos por este concepto, de US$104 m. El sistema financiero colombiano intermedió en 2004 un volumen significativo de préstamos en moneda extranjera, con lo que representó 52% del endeudamiento externo neto registrado en el año.

Además del portafolio y del endeudamiento externo, también fueron importantes los flujos por concepto de inversión extranjera directa. Los recursos de inversión directa de extranjeros en Colombia tuvieron un ascenso importante en 2004, al tiempo que disminuyó la inversión directa de colombianos en el exterior. Se estima que la IED neta aumentó de US$855 m en 2003 a US$2.015 m en 2004. Buena parte de los recursos se destinaron a inversiones en la actividad petrolera y carbonífera del país.

También se debe señalar que en los últimos años se ha registrado un repunte en las ventas de dólares en efectivo en el mercado cambiario colombiano. Un indicador de esta tendencia son las transacciones en dólares entre los cambistas profesionales y los intermediarios del mercado cambiario (Gráfico 24). En 2004, las operaciones por este concepto ascendieron a US$1.376 m superando en más de US$700 m las ventas netas de 2003. Estas divisas pueden originarse en operaciones de capital y probablemente incluyen recursos producto de actividades ilegales.

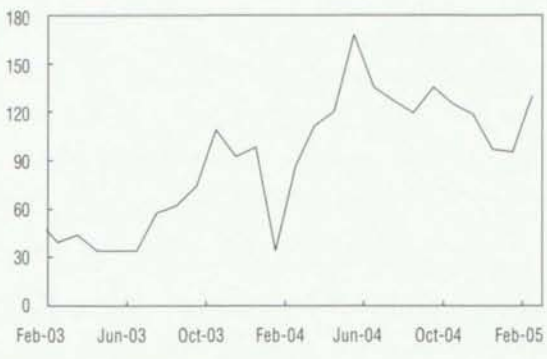
Como se discutirá en la siguiente sección, en la definición de la postura de la política monetaria es conveniente diferenciar en dos grupos los factores que han incidido en la apreciación de la tasa de cambio en Colombia, en el último año. En el primer grupo estarían los factores que generan oferta de divisas acompañada de aumentos inmediatos de la demanda agregada, como, por ejemplo, el aumento en la demanda externa de exportaciones, la mejora en algunos términos de intercambio y los ingresos de remesas. En el segundo grupo estarían los factores que aprecian el peso, pero no generan un aumento inmediato de la demanda agregada, como, por ejemplo, algunos flujos de inversión de portafolio.

Gráfico 24

Compras netas a cambistas profesionales

Flujos mensuales

(Millones de dólares)



Fuente : Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

IV. *Política monetaria y cambiaria*

A. Estrategia de inflación objetivo

La estrategia monetaria se refiere a las reglas de juego y criterios para la toma de decisiones de política monetaria, y a la forma como esas decisiones se comunican al público. En el caso colombiano, y en un número grande y creciente de países, la estrategia monetaria es de "inflación objetivo".

La estrategia relaciona los objetivos de la política monetaria con los instrumentos a su disposición. En el caso del Banco de la República, el objetivo de largo plazo es alcanzar gradualmente tasas de inflación estables y predecibles en el rango de 2% a 4%, basado en el principio de que, junto con otros factores, unas bajas tasas de inflación conducen a un crecimiento sostenido del producto. La gradualidad en la reducción de la inflación refleja el propósito de evitar sobresaltos indeseados en la producción y en el empleo.

Un ejemplo de la operación de la estrategia es el siguiente: si los pronósticos de inflación del Banco de la República señalan que aquella se situará por encima de la meta cuantitativa en los próximos 12 a 24 meses, la autoridad monetaria hace más restrictiva la política monetaria, con el fin de moderar el crecimiento de la demanda y reducir las expectativas de inflación. En contraste, si la autoridad monetaria piensa que la inflación amenaza con situarse por debajo de la meta cuantitativa de inflación en los próximos 12 a 24 meses, la política monetaria se hace más expansiva, con el fin de estimular la demanda y el crecimiento del producto. El mirar hacia adelante, al menos 12 a 24 meses, refleja el hecho de que la política monetaria tiene un efecto rezagado sobre la producción y los precios. De esta manera, en el corto y mediano plazos la política monetaria contribuye a la suavización del ciclo económico (impulsando el crecimiento cuando el producto se encuentre por debajo de su tendencia de largo plazo, y moderándolo cuando se presente el caso contrario).

Por lo tanto, la operación de la estrategia de política monetaria lleva a detectar posibles excesos (defectos) monetarios que se manifiesten en aumentos (caídas) del pronóstico de inflación por cuenta de desequilibrios entre la oferta y la demanda agregada, depreciaciones (apreciaciones) excesivas de la tasa de cambio nominal o expectativas de inflación muy alejadas de las metas.

Los dos instrumentos principales de la política monetaria en una estrategia de inflación objetivo como la que viene usando el Banco de la República son las tasas de interés de intervención y la compraventa de divisas en el mercado cambiario.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

En primera instancia, una política de contracción o de expansión monetaria se instrumenta mediante aumentos o reducciones, respectivamente, de las tasas de interés de intervención del banco central. Cuando éste último es prestamista neto del sistema financiero, tal como sucede en la mayor parte de los países desarrollados –y en Colombia desde 1999–, el instrumento básico es la tasa de interés de las operaciones Repos, con las cuales se suministra liquidez al mercado. A través de esa tasa se afecta de manera directa la tasa de interés de corto plazo del mercado interbancario. En contraste, cuando el banco central es deudor neto del sistema financiero, tal como sucedía en Colombia antes de 1999, el instrumento básico del banco central es su tasa de interés de captación; esto es, aquella a la cual se recogen excedentes monetarios del mercado.

Adicionalmente, la intervención en el mercado cambiario constituye también una herramienta de política del banco central. En períodos en los que se requiere una estrategia monetaria expansiva, la compra de divisas puede actuar como complemento de reducciones en las tasas de interés de intervención. Esto es precisamente lo que ha sucedido en Colombia durante 2004 y comienzos de 2005. Asimismo, una política de contracción monetaria puede incluir la venta de reservas internacionales en el mercado cambiario como complemento de aumentos en la tasa de interés. Eso fue lo que se hizo en Colombia en los primeros meses de 2003, cuando un aumento acelerado de la tasa de cambio estaba amenazando el cumplimiento de la meta de inflación.

Cabe anotar que los planteamientos más tradicionales sobre la estrategia de inflación objetivo se hicieron con base en el principio de que la tasa de cambio debería fluctuar libremente en el mercado y la herramienta de política del banco central debería concentrarse exclusivamente en el manejo de la tasa de interés de corto plazo[2]. La intervención en el mercado cambiario en ese esquema sólo estaría justificada cuando estuviera encaminada a ubicar las reservas internacionales en niveles óptimos o a reducir volatilidades de muy corto plazo. En los últimos años, sin embargo, la práctica de los bancos centrales que utilizan el esquema de inflación objetivo ha reconocido la importancia que bajo algunas circunstancias puede tener la intervención cambiaria para moderar tendencias de mediano plazo de la tasa de cambio. Incluso países como Nueva Zelanda, considerados tradicionalmente entre los pioneros de la estrategia de inflación objetivo, han aceptado la intervención cambiaria con propósitos que van más allá del control de la volatilidad de corto plazo.

Desde una perspectiva académica, autores como Peter Bofinger y Timo Wollmershäuser han mostrado que una política monetaria que utiliza en forma complementaria los dos instrumentos –la tasa de interés de interven-

[2] Véase por ejemplo, Svensson, L. E. O. (2000), "Open Economy Inflation Targeting", en *Journal of Internacional Economics,* No. 50, pp. 155-183.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

ción y la compraventa de divisas en el mercado cambiario por parte del banco central– permite estabilizar los precios de mejor manera y el crecimiento de la producción. En tal sentido, ese tipo de política monetaria, como la que se está aplicando actualmente en Colombia, resulta superior a la que se concentra de manera exclusiva en el manejo de las tasas de interés[3].

B. Tasa de cambio en la estrategia de inflación objetivo

Uno de los elementos más difíciles de la conducción de la política monetaria es la determinación de una respuesta adecuada ante variaciones en la tasa de cambio. La dificultad surge porque dicha respuesta puede diferir significativamente, dependiendo de las causas de tales variaciones. En particular, al analizar el comportamiento del tipo de cambio, el banco central debe evaluar la temporalidad y el origen de los movimientos que observa o espera.

Algunas variaciones de la tasa de cambio reflejan movimientos de carácter permanente en la productividad relativa de los sectores transables *vis à vis* los no transables, en la composición de la demanda interna o en la riqueza del país. Estos movimientos explican el comportamiento tendencial de la tasa de cambio real y no ameritan una respuesta de la política monetaria. Por el contrario, si el banco central trata de ir en contravía de dichos movimientos, es posible que termine comprometiendo su objetivo de inflación, sin alterar la tendencia de la tasa de cambio real.

Tal sería el caso, por ejemplo, de un aumento permanente de la productividad de los sectores exportadores (en relación con otros sectores de la economía), que aumentara la capacidad de estos bienes para competir en los mercados internacionales y generara por esa vía algunas presiones hacia la apreciación del tipo de cambio real. Si el banco central tratara de mantener una tasa de cambio más depreciada mediante una política monetaria expansiva, terminaría generando una tasa de inflación mayor, eliminando las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación nominal.

Existen otros movimientos de la tasa de cambio que reflejan desviaciones temporales en relación con las mencionadas tendencias de largo plazo. En ocasiones, esas desviaciones están asociadas con apreciaciones o depreciaciones rápidas y excesivas, cuya reversión puede ser traumática desde el punto de vista de la inflación, la estabilidad financiera y el producto de la economía. En este caso, el banco central puede contribuir a suavizar las fluctuaciones de la tasa de cambio, mediante el uso de la política monetaria y la intervención cambiaria, con lo cual estaría simultáneamente ayu-

[3] Véase Bofinger, P.; Wollmerhäuser, T. (2003). "Manager Floating as a Monetary Policy Strategy", Mimeo., Universidad de Würsburg e Instituto de Investigaciones Económicas (IFO por su sigla en inglés), septiembre.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

dando a la estabilidad de la actividad económica y de la inflación. Para ello, sin embargo, es indispensable discernir el origen de la variación del tipo de cambio y el impacto que ella pueda tener sobre la inflación y sobre la macroeconomía en general.

Por otra parte, la intervención cambiaria puede tener como objetivo adicional reducir la vulnerabilidad externa de la economía, lo cual disminuye la probabilidad de enfrentar situaciones críticas futuras o permite sortearlas con un menor costo. Por ejemplo, si una apreciación del peso se asocia con una fuerte entrada de capitales de corto plazo, puede resultar conveniente para la autoridad monetaria acumular reservas internacionales con el fin de atenuar la apreciación y mantener un colchón de liquidez suficiente para cubrir un pasivo externo de corto plazo en aumento.

En síntesis, para la autoridad monetaria es fundamental distinguir los movimientos permanentes de la tasa de cambio real de aquellos temporales. Dentro de estos últimos, debe distinguir los que provienen de modificaciones (iniciales) en la demanda de bienes y servicios nacionales (v. gr. cambios en el crecimiento de los socios comerciales o los términos de intercambio), de aquellos que no lo son (v. gr. algunos cambios en los portafolios de activos financieros). En la práctica, estas distinciones no son triviales. Las economías reciben de manera simultánea choques de distinta naturaleza, unos temporales y otros más persistentes; unos en la cuenta corriente de la balanza de pagos, otros en la cuenta de capitales; unos que vienen acompañados de aumentos en la demanda agregada, otros que no. Además, la intensidad y la naturaleza de los choques que reciben las economías cambian en el tiempo.

Todo lo anterior impide que la autoridad monetaria utilice reglas mecánicas cuando enfrenta movimientos bruscos de la tasa de cambio. Su capacidad para moderar una disminución (aumento) de ese tipo en la tasa de cambio depende críticamente de las condiciones macroeconómicas vigentes y de la existencia o no de presiones inflacionarias. La posibilidad de una intervención exitosa en el mercado cambiario para moderar un proceso de apreciación real de la moneda nacional es mucho mayor en condiciones de deficiencia de demanda agregada con respecto al producto potencial de la economía. En esas condiciones, la compra de divisas por parte del banco central puede actuar simultáneamente para moderar la apreciación y para generar condiciones de expansión monetaria. Una actuación de ese tipo en un ambiente de exceso de demanda agregada con respecto a la producción potencial, en cambio, se traduciría fácilmente en aumentos de la inflación. En consecuencia, es de gran importancia que la autoridad monetaria realice periódicamente una evaluación detallada de la economía, y emplee al máximo su experiencia y buen juicio. Esto es precisamente lo que hace mensualmente la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) cuando estudia en detalle el *Informe sobre Inflación*.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

En general, las desviaciones del tipo de cambio respecto a su tendencia de largo plazo afectan la inflación a través de tres canales:

- *El canal directo:* movimientos de la tasa de cambio nominal afectan de manera directa el precio de los bienes importados y, de manera más general, el precio de los bienes y servicios transables; esto es, de los bienes y servicios exportables o importables.

- *El canal de expectativas:* movimientos de la tasa de cambio pueden trasladarse a las expectativas de inflación. Devaluaciones nominales intensas y prolongadas tienden a incrementar las expectativas de inflación, y las revaluaciones, a reducirlas.

- *El canal de demanda:* movimientos fuertes y prolongados de la tasa de cambio real alteran la demanda agregada, al cambiar los precios relativos de los bienes y servicios colombianos y afectar las compras de productos elaborados en el país y en el exterior. Además, modifican el valor en pesos de la deuda externa, y sus intereses. Todo esto altera el balance entre la oferta y la demanda agregada y, a través de ese mecanismo, la inflación y el crecimiento del producto y el empleo.

En el análisis de inflación objetivo, la identificación de los dos primeros canales es relativamente fácil en los datos. Sin embargo, el funcionamiento del canal de demanda es difícil de identificar y cuantificar con precisión. Esta dificultad se deriva de que, mientras algunos movimientos de la tasa de cambio provienen de factores que modifican la demanda de bienes y servicios de productos colombianos, otros no.

En consecuencia, el principal reto que enfrenta la autoridad monetaria en relación con los movimientos de la tasa de cambio es entender las causas de estos movimientos y tener un buen estimativo de su efecto final sobre el balance entre la oferta y la demanda agregada. Cuando este balance cambia, también lo hacen los precios, la producción y el empleo (estos últimos, al menos, en el corto plazo). A su vez, el análisis debe ser complementado con la revisión de una amplia lista de variables económicas, con el fin de entender lo que está pasando en el conjunto de la economía, y sus perspectivas.

C. Acciones de política de la Junta Directiva del Banco de la República

Del diagnóstico y del pronóstico de la situación inflacionaria y cambiaria presentado en las secciones anteriores de este Informe, se derivan dos conclusiones que han determinado las decisiones de política monetaria y cambiaria en 2004 y en lo transcurrido de 2005. Por un lado, se considera

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

que buena parte de la apreciación del peso es de carácter temporal, si bien existe incertidumbre sobre cuándo se revertirán los factores que la explican. Por otro lado, se ha registrado una reducción de la inflación y se espera que esta tendencia continúe por las siguientes razones:

i) Los pronósticos de inflación realizados con métodos econométricos indican que la inflación al consumidor al finalizar 2005 se situará alrededor del 5%, punto medio del rango-meta definido por la JDBR para este año. Además, a mediano plazo los pronósticos de inflación muestran una inflación que continúa disminuyendo gradualmente en 2006.

ii) Los indicadores de inflación básica, los cuales pretenden dar una idea de la inflación de naturaleza macroeconómica, se sitúan alrededor del 5%. Su tendencia, además, es descendente de acuerdo con los pronósticos de corto plazo (un año) basados en modelos estadísticos.

iii) Las expectativas de inflación, tanto las medidas a través de encuestas como las calculadas a partir de datos del mercado de TES, han disminuido de manera importante. Las expectativas de las encuestas muestran que la credibilidad de la meta de inflación de este año es muy alta, y las medidas con información del mercado de TES, si bien se sitúan en niveles cercanos al 6%, están cayendo.

iv) Distintos indicadores sugieren un exceso de oferta en la economía. Los cálculos de la brecha de producto, esto es, de la diferencia entre el producto observado y el producto potencial, arrojan un valor pequeño pero negativo. Los pronósticos de la brecha, con crecimientos del PIB cercano al 4%, no muestran un cierre significativo de la misma. El desempleo continúa siendo alto, a pesar de la fuerte reducción reciente, y la generación del empleo total ha sido débil aunque, como vimos anteriormente, hay una clara mejora en su calidad. La inversión en maquinaria, planta y equipo crece a tasas altas y, con ella, aumenta la capacidad productiva de la economía. Finalmente, el ritmo de inflación de los bienes y servicios no transables, altamente sensibles al comportamiento de la demanda, es decreciente y coherente con el logro de las metas de inflación.

v) La revaluación del peso en los últimos 12 a 18 meses ha sido fuerte. Con ella ha caído la inflación de bienes transables y disminuido algo las expectativas de inflación. Más importante aún, una parte apreciable de las presiones a la revaluación del peso proviene de la amplia liquidez internacional y de los desequilibrios y la política económica de los Estados Unidos. Estas circunstancias se reflejan, principalmente, en un aumento de la demanda de dinero y los activos financieros colombianos,

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

lo cual permite una política monetaria más amplia de la que habría sido posible en condiciones externas diferentes.

Las tendencias observadas y esperadas de la inflación y la tasa de cambio motivaron las decisiones de política monetaria y cambiaria tomadas por la JDBR desde 2004. La situación y perspectivas de la inflación permitían adoptar una política monetaria más holgada sin comprometer el logro de las metas de inflación. Esto se tradujo en una reducción de las tasas de interés de las operaciones de mercado abierto del Banco de la República. Por su parte, para moderar la apreciación del peso y reducir la vulnerabilidad externa del país, el Banco intervino en el mercado cambiario, comprando divisas discrecionalmente y a través del sistema de subastas de opciones *put*. Ambas decisiones de política son coherentes en términos de su efecto en los mercados cambiario (atenuar la revaluación) y monetario (reducir el costo del dinero).

1. Tasas de interés de intervención y liquidez primaria

A lo largo de 2004, la JDBR redujo las tasas de sus operaciones de control monetario en tres oportunidades, en un total de 75 pb. Adicionalmente, en el mes de diciembre decidió cerrar de manera temporal las ventanillas de contracción monetaria. Esta última decisión no ha sido modificada hasta el momento. Todo esto significa que en el pasado reciente la JDBR optó por tener una política monetaria más amplia, en contravía con lo observado en muchos otros países, donde sus bancos centrales en los últimos meses han incrementado las tasas de interés de intervención. Las tasas de interés en Colombia se encuentran en niveles históricos bajos, tanto en términos reales como nominales. Además, según encuestas dirigidas a directivos del sistema financiero, la liquidez en la economía es amplia.

2. Intervención en el mercado cambiario

En 2004 el Banco compró dólares en el mercado cambiario por un monto de US$2.904 m (US$1.580 m a través de subastas de opciones *put* y US$1.325 m mediante intervención discrecional en el mercado cambiario), y le vendió al Gobierno nacional US$500 m (Cuadro 4). La compra neta de dólares y los rendimientos de las reservas internacionales llevaron a que el acervo de reservas internacionales aumentara en 2004 cerca de 25%. Esta cifra es, en términos absolutos, la mayor en la historia del país en un año, y en términos porcentuales una de las más altas en el mundo en 2004. En sus últimas reuniones, la JDBR ha reiterado que el Banco de la República continuará comprando reservas internacionales en 2005. En consecuencia, en enero y febrero pasados compró US$603 m, y en lo transcurrido del mes de marzo ha seguido activo. La cifra de intervención en marzo será publicada a principios de abril, práctica que continuará en los próximos meses.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 4

Operaciones de compra-venta de divisas del Banco de la República

(Millones de dólares)

	2004	2005		
		Enero	Febrero	Acumulado 1/
Compras	2.904,9	267,9	335,5	603,4
Opciones *put*	1.579,6	0,0	0,0	0,0
Para acumulación de reservas internacionales	1.399,7	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	179,9	0,0	0,0	0,0
Intervención discrecional	1.325,3	267,9	335,5	603,4
Ventas	500,0	0,0	250,0	250,0
Gobierno nacional	500,0	0,0	250,0	250,0
Compras netas	2.404,9	267,9	85,5	353,4

1/ Acumulado a febrero.

Fuente: Banco de la República.

Adicionalmente, la JDBR anunció a mediados de febrero que en lo que restaba del primer trimestre del año efectuaría una operación de venta directa de reservas internacionales al Gobierno por un monto de US$1.250 m. El mecanismo empleado es el mismo de la operación de los US$ 500 m aprobada a finales de 2003, y realizada a lo largo de 2004. En este tipo de operación el Banco de la República compra títulos TES en el mercado secundario por un monto equivalente en pesos a los dólares que vende al Gobierno, sin efecto alguno en la cantidad de dinero en la economía. En consecuencia, el Banco queda con un importante acervo de títulos de deuda pública que puede emplear posteriormente con el fin de controlar la liquidez de la economía. El Gobierno ha anunciado que empleará las divisas que obtiene con esta operación en la cancelación anticipada de un crédito extraordinario contratado al Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

D. Tasa de interés y agregados monetarios

En 2004 la economía colombiana registró bajas en las tasas nominales de interés, tanto activas como pasivas. La política de reducción de tasas de interés del Banco de la República incidió directamente en el descenso de la tasa de interés interbancaria (TIB) y de manera indirecta en la caída en las tasas de interés de captación de los TES y del crédito. Aunque la tasa de interés de depósitos a término fijo (DTF) se mantuvo relativamente estable durante 2004, a febrero de 2005 ya había presentado una caída importante. Por su parte, los agregados monetarios más líquidos (base monetaria y M1) continuaron registrando ritmos altos de crecimiento, superiores en términos

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

reales al crecimiento del producto. Esta tendencia se ha mantenido en los últimos años. Sin embargo, a diferencia de años anteriores, en 2004 el aumento en la demanda de base no se debe exclusivamente a la mayor demanda de efectivo, sino también al crecimiento de la reserva, el cual está asociado al dinamismo de los pasivos sujetos a encaje (PSE). Esto explica también la aceleración que se ha venido observando con mayor fuerza desde 2003, en el ritmo de crecimiento del agregado ampliado, M3.

1. Tasas de interés

a. Tasas de interés de intervención del Banco de la República

El Banco de la República suministra la liquidez que el mercado demanda a través de subastas rutinarias de Repos de expansión y de ventanillas especiales dirigidas a administrar defectos esporádicos de liquidez de los intermediarios, a tasas llamadas "lombardas". Con la reducción de 75 pb en las tasas de interés de intervención durante 2004, estas quedaron en los siguientes niveles, al finalizar el año: tasas mínima de las subastas de expansión, 6,50%, y lombarda de expansión, 10,25%. Adicionalmente, hasta el 21 de diciembre se tuvieron habilitadas subastas y ventanillas de contracción, encaminadas a recoger excedentes de recursos del mercado, a tasas que se presentan en el Cuadro 5.

Cuadro 5

Tasas de intervención del Banco de la República

(Porcentaje)

Fechas de vigencia		Mínima de contracción (Lombarda)	Máxima para subasta de contracción	Mínima para subasta de expansión	Máxima de expansión (Lombarda)	Tasa interbancaria		
Desde	Hasta					Promedio del período	Fin de	Real
Dic-17-01	Ene-18-02	6,25	7,50	8,50	12,25	8,43	7,86	0,46
Ene-21-02	Mar-15-02	6,00	7,00	8,00	11,75	7,82	7,83	1,83
Mar-18-02	Abr-12-02	5,25	6,25	7,25	11,00	7,29	7,21	1,48
Abr-15-02	May-17-02	4,25	5,25	6,25	10,00	6,15	6,04	0,19
May-20-02	Jun-14-02	3,75	4,75	5,75	9,50	5,69	5,63	(0,58)
Jun-17-02	Ene-17-03	3,25	4,25	5,25	9,00	5,22	5,06	(2,17)
Ene-20-03	Abr-28-03	4,25	5,25	6,25	10,00	6,15	6,23	(1,50)
Abr-29-03	Feb-20-04	5,25	6,25	7,25	11,00	7,41	7,38	1,03
Feb-23-04	Mar-19-04	5,00	6,00	7,00	10,75	7,16	7,08	0,82
Mar-23-04	Dic-17-04	4,75	5,75	6,75	10,50	6,93	6,87	1,30
Dic-20-04	Dic-21-04	4,50	5,50	6,50	10,25	6,62	6,63	1,07
Dic-22-04 *	Feb-28-05	—	—	6,50	10,25	6,45	6,44	1,13

(*) Desde el 22 de diciembre de 2004, el Banco suspendió la ventanilla de captación (subasta y lombarda).

Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria (tasa interbancaria).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

b. Tasas de interés de mercado

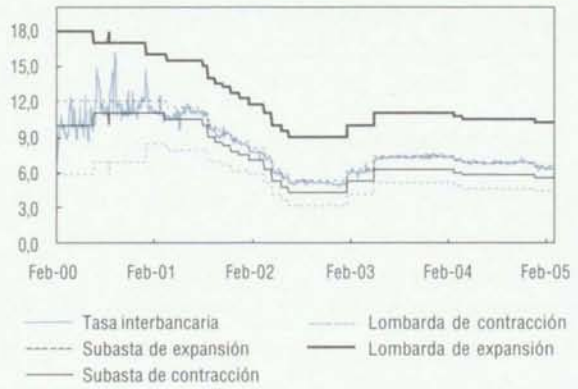
La TIB se situó en diciembre de 2004 en 6,75% en promedio, registro inferior en 75 pb al observado en el mismo mes de 2003 (Gráfico 25). En términos reales, la TIB se mantuvo en niveles bajos durante el año 2004, 1,04% en promedio. La reducción de 25 pb en las tasas de interés de intervención del Banco de la República el día 17 de diciembre de 2004, así como el cierre de la ventanilla de contracción el día 21 del mismo mes, generó un descenso en la TIB de 43 pb entre esa fecha y finales de febrero de 2005.

Como se observa en el Gráfico 26, el descenso en las tasas de interés del Banco de la República, también afectó la tasa de captación DTF. En diciembre de 2004, el promedio de este último indicador se situó en 7,76%, 19 pb menos que el registrado en el mismo mes del año anterior. A febrero de 2005, la tasa DTF promedio fue de 7,41%, 35 pb menos que el registro de diciembre de 2004. En términos reales, la DTF se ubicó en 2,14% al final del año, con un incremento de 77 pb frente a diciembre de 2003, pero aún muy por debajo de su media histórica (Gráfico 27).

Gráfico 25

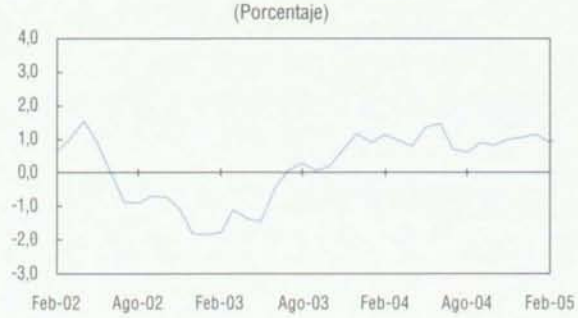
Tasa interbancaria y de intervención del Banco de la República

(Porcentaje)



Tasa interbancaria real

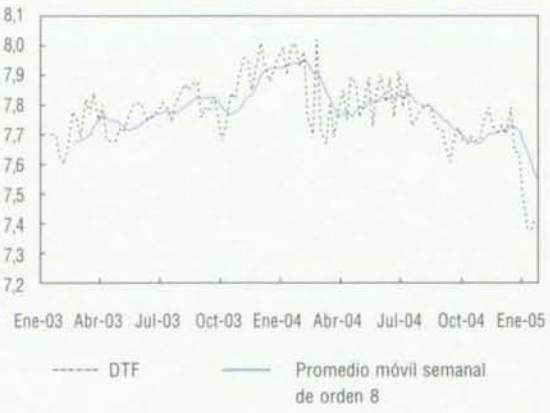
(Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 26

Tasa de interés DTF



Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Como se aprecia en el Cuadro 6, las tasas de interés de los créditos también registraron descensos. Se destaca en especial la caída en cerca de 180 pb en el promedio de las tasas de los créditos de consumo de 2004 frente a las de 2003. En términos reales, las tasas de consumo, ordinario, preferencial y tesorería se situaron en 18,42%, 10,58%, 5,47% y 3,83%, respectivamente (Gráfico 28).

c. *Tasas de interés de los títulos de deuda pública*

Durante 2004 el mercado de deuda pública interna se caracterizó por una tendencia a la baja en las tasas de interés de los títulos, la cual fue interrumpida en algunas breves coyunturas. Desde inicios del año hasta mediados de abril las tasas de los TES mostraron una disminución como resultado, entre otras razones, de los buenos niveles de liquidez nacional e internacional. Esta dinámica ocurrió simultáneamente con la apreciación del peso y la valorización del mercado accionario. El 13 de abril las tasas de negociación de los TES alcanzaron su nivel mínimo en el año. A partir de esta fecha se registró un incremento propiciado por el cambio de expectativas de los agentes acerca de la evolución de los mercados internacionales. La mayor incertidumbre existente en esos mercados produjo un aumento de las tasas de interés de los títulos del tesoro

Gráfico 27

Tasas de interés DTF nominal y real (*)

(Porcentaje)

(*) Deflactada con IPC.

Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Cuadro 6

Tasas de interés activas

	Consumo		Ordinario		Preferencial		Tesorería	
Año	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
2000	33,46	22,73	20,42	10,73	18,64	9,10	15,98	6,64
2001	31,32	21,99	19,40	10,91	14,14	6,03	13,89	5,80
2002	27,00	18,70	17,14	9,48	10,93	3,68	8,97	1,86
2003	26,73	19,01	16,81	9,69	11,38	4,59	10,24	3,52
2004	24,93	18,42	16,66	10,58	11,27	5,47	9,54	3,83

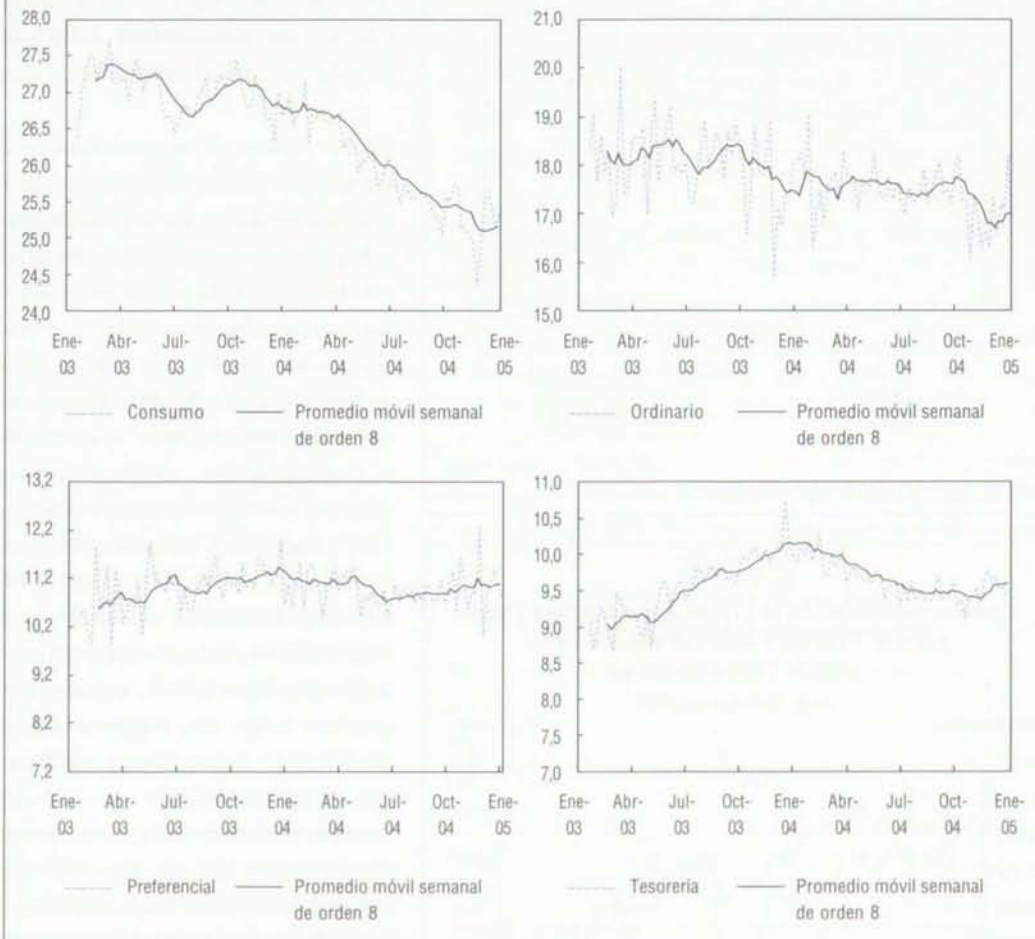
Fuente: Cálculos del Banco de la República con base en información de la Superintendencia Bancaria.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 28

Tasas de interés de los créditos

(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del Banco de la República.

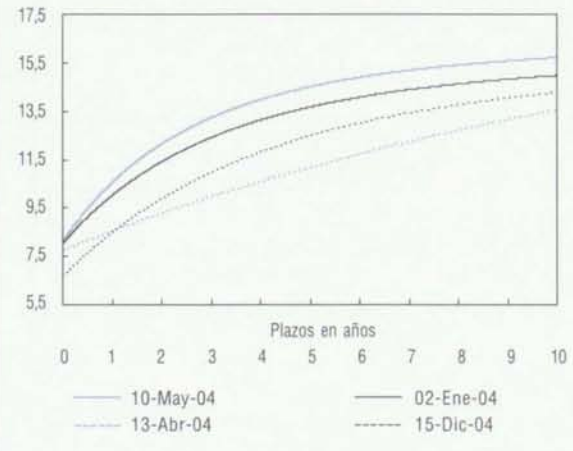
americano, a lo cual le siguió el incremento en la prima de riesgo soberano de la región y finalmente un aumento de la curva de rendimientos de los títulos de deuda interna (TES) y de la tasa de cambio. Desde el 13 de abril hasta el 10 de mayo la curva *spot* de los TES tasa fija había aumentado 275 pb en promedio, ubicándose por encima del nivel de principios del año (Gráfico 29).

A finales del mes de junio, luego del aumento de 25 pb en las tasas de referencia del Banco de la Reserva Federal, Fed (banco central de los Estados Unidos), el mercado percibió que el ajuste de las tasas de interés externas se realizaría paulatinamente. Los cuatro aumentos adicionales de 25 pb, que llevaron la tasa de los fondos federales a 2,25% a finales del año, estuvieron en línea con las expectativas de los agentes, con lo cual el mercado operó dentro de una relativa estabilidad y las tasas retomaron su tendencia a la baja.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 29

Curva *spot* TES-Tasa fija



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

Gráfico 30

Comportamiento de la curva *spot* tasa fija pesos para el TES de 7 años al vencimiento y de la TRM promedio

Abril, 2003-Marzo, 2005

Fuente: BVC.

Luego del último aumento de las tasas de la Fed, el 14 de diciembre, la curva *spot* de los TES tasa fija había disminuido en promedio 198 pb desde su nivel máximo.

Entre agosto y septiembre, el mercado estuvo muy atento a las medidas que pudieran adoptar el Ministerio de Hacienda y Crédito Público o el Banco de la República para contener la revaluación del peso. Cuando la JDBR anunció, en septiembre, que estaría dispuesta a intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario, hasta por un monto de US$1.000 m en el último trimestre del año, se registraron aumentos temporales en la tasa de cambio y en las tasas de negociación de los TES. Una vez la tendencia revaluacionista retornó al mercado cambiario, las tasas de negociación de los TES siguieron disminuyendo (Gráfico 30). Estos movimientos sugieren la entrada de capitales para inversión de portafolio.

2. Agregados monetarios

El nivel promedio de la base monetaria en 2004 aumentó 16,3% anual, tasa similar a la observada en los últimos cuatro años (16,9%, en promedio). Como se aprecia en el Gráfico 31, desde el año 2000 la base monetaria ha registrado tasas de crecimiento real superiores al crecimiento del producto.

Por usos, el crecimiento de la base se originó tanto en el aumento en la demanda de reserva como de efectivo, este último impulsado en parte por el impuesto a las transacciones financieras, que en la actualidad se encuentra en

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

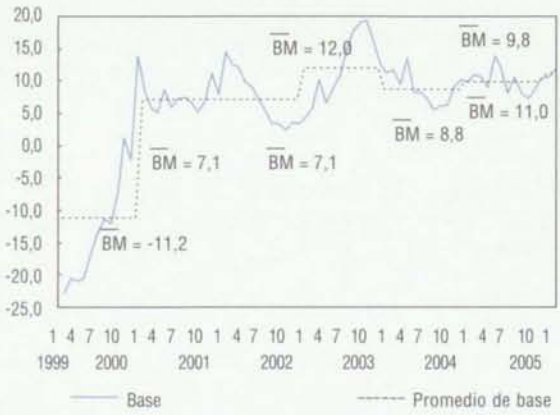
cuatro por mil. La variación promedio anual del efectivo nominal y real fue de 17,6% y 11,0%, respectivamente, y la de la reserva 13,3% y 7,0% anual (Gráfico 32).

El análisis por fuentes de la base muestra que, a diferencia de años anteriores cuando la expansión de la base monetaria se debía principalmente a operaciones con el Gobierno, en 2004 su aumento, $2.647 miles de millones (mm), se explica fundamentalmente por el efecto expansionista de las compras netas de divisas realizadas por el Banco, $6.194 mm (Cuadro 7). Estos efectos, junto con el traslado de utilidades del Banco de la República al Gobierno, $803 mm, fueron mitigados por las contracciones generadas por: i) la disminución en las tenencias de TES del Banco de la República, $2.524 mm; ii) la reducción en los Repos netos de expansión del Banco, $1.058 mm, y iii) el incremento de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República, $1.039 mm.

Gráfico 31

Base monetaria real

(Variación porcentual anual)

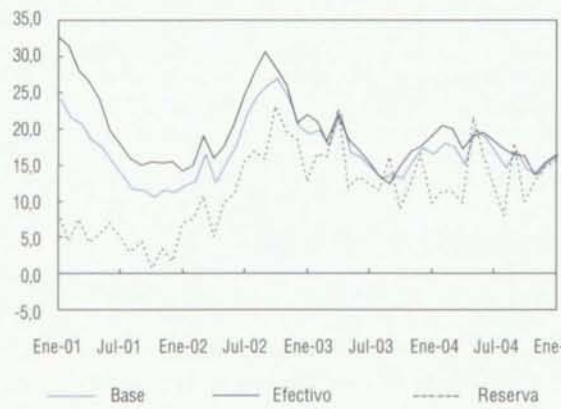


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 32

Base monetaria y sus usos

Tasas de crecimiento anual del promedio mensual



Fuente: Banco de la República.

El año anterior, el nivel promedio de los medios de pago (M1) aumentó 15,0% anual, 1,6 puntos porcentuales menos que en 2003. El menor crecimiento de M1 se explica por el comportamiento de las cuentas corrientes, cuyo aumento anual (12,6%), fue inferior en 3,2 puntos porcentuales al observado en 2003 (Gráfico 33).

El agregado monetario amplio (M3) continuó con su tendencia creciente, iniciada a comienzos de 2001 (Cuadro 8, Gráfico 34). En 2004, el nivel promedio de M3 nominal y real creció 13,5% y 7,2% anual, respectivamente, cifras superiores al crecimiento nominal y real de la economía.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 7

Fuentes de la base monetaria

(Miles de millones de pesos)

	2001	2002	2003	2004
I. Gobierno	1.537	645	914	(236)
Traslado utilidades	1.453	575	830	803
Pesos	1.453	1.226	1.481	803
Dólares	0	(651)	(651)	0
Depósitos en el Banco de la República	84	70	83	(1.039)
II. TES regulación	(954)	150	568	(2.524)
Compras definitivas	160	1.208	893	1.017
Ventas definitivas				(2.967)
Vencimiento	(1.113)	(1.058)	(325)	(575)
III. Repos	(1.250)	1.349	1.492	(1.058)
Expansión **1/**	(1.109)	1.322	1.386	(1.086)
Contracción	(141)	28	106	28
IV. Divisas	1.445	601	(703)	6.194
Opciones de acumulación	1.445	601	(703)	4.183
Intervención discrecional				3.264
Venta de divisas al Gobierno				(1.252)
V. Otros 2/	159	(289)	239	272
Variación total de la base	937	2.457	2.510	2.647
Saldo de la base	11.648	14.105	16.615	19.262

1/ Incluye Repos a un día, *Overnight*, y a mediano plazo.

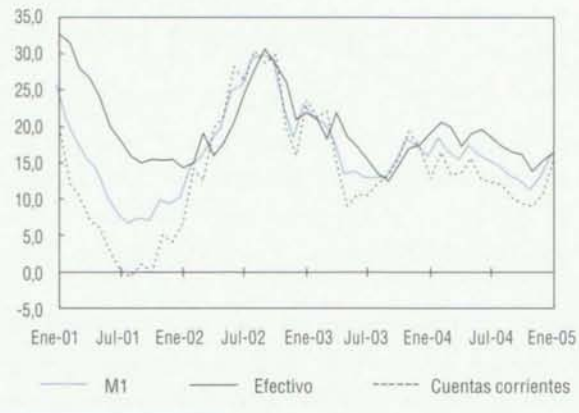
2/ Dentro de otros se encuentra el efecto monetario del estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República, los vencimientos de TES A, la recuperación de cartera, y las inversiones del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 33

M1 y sus componentes

Tasas de crecimiento anual del promedio mensual



Fuente. Banco de la República.

Al analizar la dinámica de M3 por componentes, el nivel promedio de los PSE creció 13,0% anual, mientras que en 2003 lo había hecho a una tasa de 10,4% anual. Las cuentas de ahorro y los certificados de depósito a término (CDT), que representan más del 70% de los PSE, fueron los depósitos que presentaron mayor crecimiento respecto del año anterior, con variaciones anuales promedio de 18,8% y 7,6%, respectivamente.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 8

Agregados monetarios

	Variación porcentual nominal anual del promedio mensual de datos semanales							
	Base	Efectivo	Reserva	M1	Cuasidineros	M2	PSE	M3
Ene-03	19,2	22,0	12,8	22,9	5,2	10,0	6,5	8,2
Feb-03	19,7	21,0	16,7	21,1	7,1	10,8	8,9	10,2
Mar-03	17,6	18,3	16,1	20,3	9,1	12,1	10,5	11,4
Abr-03	22,2	22,0	22,8	18,2	9,2	11,6	8,9	10,3
May-03	16,6	18,6	11,9	13,4	9,3	10,4	9,6	10,6
Jun-03	16,0	17,1	13,5	13,6	10,3	11,2	10,6	11,3
Jul-03	14,6	15,5	12,5	12,9	10,5	11,2	11,4	11,9
Ago-03	13,0	13,6	11,6	12,9	12,3	12,5	13,4	13,4
Sep-03	13,5	12,5	16,1	13,0	10,0	10,9	12,1	12,1
Oct-03	13,1	14,9	8,9	15,3	9,9	11,4	11,0	11,5
Nov-03	15,7	16,9	12,7	18,2	10,1	12,3	11,2	11,8
Dic-03	17,3	17,5	16,7	17,3	9,4	11,8	11,1	11,9
Ene-04	16,5	19,0	9,9	15,8	9,9	11,6	11,0	12,0
Feb-04	17,9	20,5	11,4	18,4	9,5	12,1	10,9	12,0
Mar-04	17,4	20,0	11,2	16,5	9,7	11,6	11,6	12,5
Abr-04	15,0	17,2	9,7	15,3	9,5	11,2	12,3	12,8
May-04	19,8	19,0	21,7	17,3	11,6	13,2	11,1	12,0
Jun-04	18,7	19,6	16,5	16,0	13,5	14,2	11,3	12,3
Jul-04	14,6	17,3	8,0	14,6	13,9	14,1	12,7	13,2
Ago-04	16,9	16,4	18,1	13,1	14,9	14,4	13,4	13,7
Sep-04	14,4	16,2	10,0	12,6	16,2	15,2	13,9	14,1
Oct-04	13,5	13,8	12,7	11,3	15,5	14,3	15,8	15,5
Nov-04	15,1	15,3	14,7	12,9	16,1	15,2	15,2	15,1
Dic-04	16,3	16,5	15,7	15,9	19,0	18,0	17,0	16,8
Promedio anual en términos nominales								
2003	16,5	17,5	14,4	16,6	9,4	11,3	10,4	11,2
2004	16,3	17,6	13,3	15,0	13,3	13,8	13,0	13,5

	Variación porcentual real anual del promedio mensual de datos semanales							
	Base	Efectivo	Reserva	M1	Cuasidineros	M2	PSE	M3
Ene-03	11,0	13,6	5,0	14,4	-2,0	2,4	-0,8	0,8
Feb-03	11,6	12,8	8,8	12,9	-0,1	3,3	1,6	2,8
Mar-03	9,3	9,9	7,9	11,8	1,4	4,2	2,7	3,5
Abr-03	13,3	13,1	13,9	9,6	1,2	3,5	1,0	2,3
May-03	8,2	10,1	3,9	5,3	1,4	2,5	1,8	2,6
Jun-03	8,2	9,2	5,8	6,0	2,9	3,7	3,2	3,8
Jul-03	7,1	7,9	5,1	5,4	3,3	3,9	4,1	4,5
Ago-03	5,4	5,9	4,1	5,2	4,7	4,9	5,7	5,7
Sep-03	6,0	5,0	8,4	5,5	2,7	3,5	4,6	4,6
Oct-03	6,1	7,8	2,2	8,2	3,2	4,6	4,2	4,6
Nov-03	9,0	10,2	6,2	11,3	3,7	5,8	4,8	5,4
Dic-03	10,1	10,4	9,6	10,2	2,7	5,0	4,3	5,0
Ene-04	9,7	12,1	3,5	9,1	3,5	5,1	4,5	5,4
Feb-04	10,9	13,4	4,8	11,4	3,0	5,4	4,3	5,4
Abr-04	9,0	11,1	4,0	9,3	3,8	5,4	6,4	6,9
May-04	13,7	13,0	15,5	11,3	5,9	7,4	5,5	6,3
Jun-04	11,9	12,8	9,9	9,4	7,0	7,7	5,0	5,9
Jul-04	7,9	10,5	1,7	7,9	7,3	7,5	6,1	6,6
Ago-04	10,4	9,9	11,5	6,8	8,5	8,0	7,1	7,4
Sep-04	7,9	9,7	3,8	6,3	9,6	8,7	7,4	7,7
Oct-04	7,1	7,4	6,4	5,1	9,1	7,9	9,3	9,0
Nov-04	8,8	9,0	8,4	6,7	9,7	8,8	8,8	8,8
Dic-04	10,2	10,4	9,7	9,9	12,8	11,9	10,9	10,7
Promedio anual en términos reales								
2003	8,8	9,6	6,7	8,8	2,1	3,9	3,1	3,8
2004	9,8	11,0	7,0	8,6	7,0	7,4	6,7	7,2

Fuente: cálculos del Banco de la República con base en información de la Superintendencia Bancaria

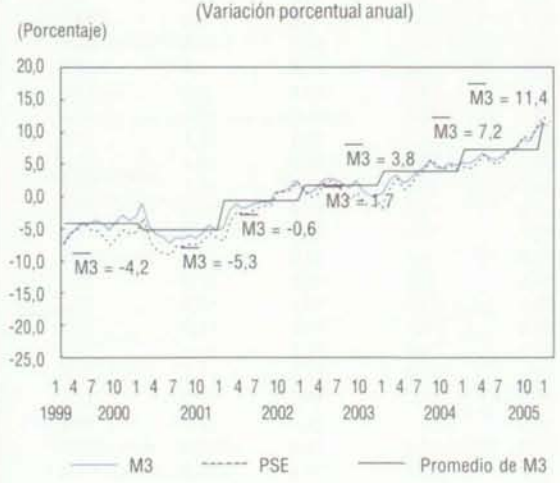
Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

También se destaca el incremento de 46,8% anual en los bonos emitidos por los establecimientos de crédito.

Gráfico 34

M3 real

(Variación porcentual anual)



Fuente: Banco de la República.

Los depósitos privados en el sistema financiero aumentaron 17,0% anual. Este crecimiento podría estar asociado a las decisiones de recomposición del portafolio de los agentes, entre activos externos e internos, incentivados por el diferencial de rentabilidad, dadas las bajas tasas de interés internacionales. Dicho comportamiento se refleja especialmente en los saldos de CDT constituidos por el sector privado, cuyo nivel creció 11,6% en el año (Cuadro 9). Otra evidencia de dicha decisión de los agentes priva-

Cuadro 9

Composición del agregado amplio M3 (*)

(Miles de millones de pesos)

	Marzo			Junio			Septiembre			Diciembre		
	2003	2004	Porcentaje	2003	2004	Porcentaje	2003	2004	Porcentaje	2003	2004	Porcentaje
M3 privado	60.279	66.554	10,4	61.461	69.495	13,1	61.955	69.475	12,1	66.941	78.048	16,6
Efectivo	8.780	10.383	18,3	9.338	10.750	15,1	9.215	10.547	14,5	12.070	13.832	14,6
PSE	51.500	56.170	9,1	52.123	58.745	12,7	52.741	58.928	11,7	54.871	64.215	17,0
Cuentas corrientes	6.484	7.796	20,2	6.893	8.086	17,3	7.069	7.582	7,3	8.880	10.236	15,3
CDT	21.970	23.159	5,4	21.733	23.803	9,5	22.291	24.471	9,8	21.890	24.422	11,6
Ahorro	19.154	20.530	7,2	19.608	21.672	10,5	19.700	21.613	9,7	20.317	24.428	20,2
Otros	3.892	4.685	20,4	3.888	5.184	33,3	3.681	5.262	42,9	3.784	5.129	35,5
M3 público	13.814	17.145	24,1	15.478	16.621	7,4	15.427	18.474	19,7	15.450	19.068	23,4
Cuentas corrientes	3.528	3.790	7,4	3.577	3.666	2,5	3.266	3.780	15,7	4.240	5.055	19,2
CDT	1.846	1.566	(15,1)	2.137	2.064	(3,4)	1.967	2.614	32,9	1.649	2.272	37,8
Ahorro	4.567	6.542	43,2	4.726	7.255	53,5	5.055	7.870	55,7	5.233	8.209	56,9
Repos	2.235	3.405	52,4	3.316	1.589	(52,1)	3.506	2.265	(35,4)	2.328	1.194	(48,7)
Otros	1.638	1.842	12,4	1.722	2.047	18,8	1.633	1.945	19,1	1.999	2.337	16,9
M3 Total	74.093	83.699	13,0	76.939	86.115	11,9	77.383	87.949	13,7	82.390	97.116	17,9

(*) Variación anual.

Fuente: Superintendencia Bancaria.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

dos podría estar en el notorio aumento de sus inversiones en títulos de deuda pública, que continuaron creciendo a tasas notoriamente altas, 30,3% anual, como se observa en el Cuadro 10.

Por su parte, los depósitos del sector público en el sistema financiero aumentaron 23,4% en 2004, descendiendo 2,2 puntos porcentuales respecto de lo observado en el mismo mes de 2003. Los mayores incrementos se dieron en las cuentas de ahorro 56,9%, los CDT 37,84%, y las cuentas corrientes 19,2% (Cuadro 9).

Cuadro 10

Portafolio financiero del sector real

(Miles de millones de pesos)

		Total sector real								
		Total			Sector público			Sector privado (*)		
		M3	TES	M3 + TES	M3	TES	Total	M3	TES	Total
Saldos										
2002	Diciembre	73.073	28.859	**101.931**	12.304	17.141	**29.446**	60.768	11.717	**72.486**
2003	Marzo	74.093	30.618	**104.712**	13.814	17.629	**31.443**	60.279	12.990	**73.269**
	Junio	76.939	31.540	**108.479**	15.478	17.714	**33.192**	61.461	13.826	**75.287**
	Septiembre	77.383	31.995	**109.378**	15.427	17.764	**33.192**	61.955	14.231	**76.186**
	Diciembre	82.390	31.613	**114.003**	15.450	16.612	**32.061**	66.941	15.001	**81.942**
2004	Marzo	83.699	34.320	**118.019**	17.145	16.774	**33.919**	66.554	17.546	**84.100**
	Junio	86.115	33.449	**119.564**	16.621	17.137	**33.758**	69.495	16.311	**85.806**
	Septiembre	87.949	35.821	**123.770**	18.474	18.167	**36.641**	69.475	17.654	**87.130**
	Diciembre	97.116	36.408	**133.524**	19.068	16.869	**35.937**	78.048	19.539	**97.587**
Variación anual absoluta										
2003	Diciembre	9.318	2.754	**12.072**	3.145	-529	**2.616**	6.172	3.283	**9.456**
2004	Marzo	9.605	3.702	**13.307**	3.331	-854	**2.477**	6.274	4.556	**10.831**
	Junio	9.176	1.909	**11.085**	1.142	-577	**566**	8.034	2.485	**10.831**
	Septiembre	10.566	3.826	**14.392**	3.046	403	**3.449**	7.520	3.424	**10.831**
	Diciembre	14.725	4.795	**19.521**	3.619	257	**3.875**	11.107	4.539	**10.831**
Variación porcentual anual										
2003	Diciembre	12,75	9,54	**11,84**	25,56	(3,09)	**8,88**	10,16	28,02	**13,04**
2004	Marzo	12,96	12,09	**12,71**	24,11	(4,84)	**7,88**	10,41	35,08	**14,78**
	Junio	11,93	6,05	**10,22**	7,38	(3,25)	**1,70**	13,07	17,97	**13,97**
	Septiembre	13,65	11,96	**13,16**	19,75	2,27	**10,39**	12,14	24,06	**14,36**
	Diciembre	17,87	15,17	**17,12**	23,42	1,55	**12,09**	16,59	30,26	**19,09**
	Promedio	14,10	11,32	**13,30**	18,67	(1,07)	**8,02**	13,05	26,84	**15,55**

(*) No incluye los TES del sector financiero.

Fuente: Cálculos de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) con base en el Departamento de Fiduciaria y Valor del Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Las cifras muestran que en 2004, el aumento de M3 estuvo destinado principalmente al financiamiento del Gobierno y en menor medida a la colocación de créditos (Cuadro 11). De una parte, las inversiones de los organismos de crédito en títulos del Gobierno se incrementaron en 42,8% anual, al tiempo que el crédito creció 6,8% en el año (si se considera la cartera neta ajustada por titularizaciones, su aumento anual fue de 10,4%) La cartera de consumo y la comercial crecieron 29,2% y 10,6%, respectivamente, mientras que la hipotecaria (ajustada por titularizaciones) descendió 5,8%. Nótese entonces que el crecimiento de M3 fue superior al aumento de crédito y estuvo asociado a entradas de capital por la decisión de los agentes de recomponer su portafolio.

Cuadro 11

Cartera neta e inversiones del sistema financiero 1/

	Saldos (Miles de millones) Fin de diciembre			Crecimiento anual porcentual Fin de diciembre			Crecimiento promedio anual porcentual 2/ Promedio: enero - diciembre		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
I. Cartera neta									
A. Moneda nacional	43.865	48.211	52.759	4,22	9,91	9,43	(0,54)	9,26	9,23
Hipotecaria	9.998	8.685	6.695	(15,11)	(13,13)	(22,92)	(12,36)	(13,64)	(13,97)
Consumo	7.634	9.355	12.582	8,01	22,54	34,50	5,73	20,43	29,17
Microcrédito	366	557	821	0,00	52,01	47,41	0,00	143,60	44,04
Comercial	25.866	29.613	32.661	11,29	14,49	10,29	3,44	15,46	10,64
B. Cartera hipotecaria ajustada	10.979	10.239	9.890	(6,79)	(6,74)	(3,41)	(9,43)	(6,08)	(5,79)
C. Moneda extranjera	3.256	2.256	3.468	7,78	(30,70)	53,69	(3,84)	(11,91)	14,02
D. Total (A + C)	47.121	50.467	56.227	4,46	7,10	11,41	(2,27)	6,61	6,79
E. Total ajustada 3/	48.102	52.020	59.422	6,63	8,15	14,23	(0,02)	9,45	10,45
II. Inversiones									
A. Moneda nacional	23.404	27.551	35.997	27,64	17,72	30,66	30,08	18,93	24,95
B. Moneda extranjera	1.701	1.805	1.614	(23,25)	6,07	(10,56)	17,03	(9,23)	(2,50)
C. Total (A + B)	25.106	29.356	37.611	22,15	16,93	28,12	28,69	16,29	23,08
Ítem									
TES - Valor nominal	8.621	11.621	16.510	76,36	34,80	42,07	130,86	33,73	42,81

1/ Sin Financiera Energetica Nacional (FEN) y sin entidades en liquidación.

2/ Corresponde al crecimiento anual del promedio mensual de datos semanales.

3/ Incluye moneda legal, extranjera y titularizaciones de cartera hipotecaria. Incluye la venta de cartera hipotecaria de Granahorrar al CISA, efectuada en diciembre de 2004.

Fuente: formato semanal 281 de cuentas activas y pasivas.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

RECUADRO 1

TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL: DEFINICIÓN Y DETERMINANTES

A. Tasa de cambio nominal (TCN)

La TCN se define como el precio de una unidad de moneda extranjera en términos de la moneda nacional. Las variaciones en la TCN se conocen como devaluación nominal (depreciación) cuando ésta aumenta, y como revaluación nominal cuando disminuye (apreciación).

La metodología para medir el "grado" de apreciación o depreciación de la TCN de un país, aunque parece sencilla, no es trivial. Es común encontrar agentes que utilizan las variaciones del precio en pesos, del dólar de los Estados Unidos, como estimación de dicha medida. Sin embargo, para efectos de política económica este indicador no siempre es la mejor aproximación, ya que también se debe observar la devaluación de nuestra moneda frente a las de otros países con los cuales comercia o compite Colombia.

La tasa de cambio es el precio de un activo y, por lo tanto, es afectada por las expectativas del mercado y la información de que disponen los agentes. De esta manera, las variaciones en la TCN pueden reflejar cambios presentes o esperados en variables económicas que modifican de manera transitoria o permanente el ingreso nacional. Además, como la TCN es un precio relativo entre dos o más monedas, sus cambios reflejan no solo lo que ocurra en Colombia, sino también en los países empleados en el cálculo. De esta forma, la variación en la tasa de cambio peso-dólar, refleja lo que ocurre tanto en Colombia como en los Estados Unidos.

Por ejemplo, si se deteriora la percepción de sostenibilidad de los déficit público y externo en los Estados Unidos, tenderá a haber una depreciación y expectativas de depreciación del dólar frente a las otras monedas del mundo, incluido el peso colombiano. Si en Colombia se presenta un menor (mayor) déficit en la cuenta corriente, debido a un repunte (caída) de las exportaciones o a una mejora (deterioro) de los términos de intercambio, y los agentes esperan que este comportamiento continúe, se pueden generar expectativas de apreciación (depreciación) del peso por la mayor (menor) oferta de dólares esperada, y presionar la TCN a la baja (alza).

Otro factor que puede apreciar (depreciar) la TCN, es que los agentes anticipen un mayor (menor) ingreso de capitales foráneos, debido, por ejemplo, a que perciben que las tasas de interés externas continuarán bajas (altas) o porque se presentará una (un) mejora (deterioro) en la percepción de riesgo del país.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

En esa medida, es natural que la TCN sea volátil y que su comportamiento futuro sea incierto. No es posible prever con seguridad cuáles serán los movimientos futuros de la TCN y las opiniones de diferentes agentes pueden ser muy divergentes.

B. Tasa de cambio real (TCR)

La tasa de cambio real (TCR) se obtiene al comparar, en la misma moneda, los precios de una canasta de bienes y servicios producidos en el exterior (*) y en el interior. La TCR constituye una medida de competitividad.

$TCR = TCN \times P^* / P$

Donde:

P = precio en moneda nacional de la canasta de bienes y servicios producidos en el interior.

P^* = precio en moneda extranjera de la canasta de bienes y servicios producidos en el exterior.

TCN = tasa de cambio nominal.

La TCR también se puede interpretar como una medida comparativa del poder adquisitivo de una moneda frente a otra. Un incremento de la TCR (depreciación real) debido, por ejemplo, a una devaluación nominal o a una baja en los precios internos, refleja un mayor poder de compra de la moneda extranjera en un determinado país, el cual incentiva la venta de productos nacionales hacia el exterior y desincentiva las importaciones. Por el contrario, una caída de la TCR (apreciación real), causada por una revaluación nominal o por un aumento en los precios internos, genera un mayor poder de compra de la moneda extranjera en su país de origen, disminuye la demanda de productos extranjeros y, por consiguiente, reduce las exportaciones nacionales y aumenta las importaciones.

No necesariamente una devaluación nominal genera una depreciación real de largo plazo. En efecto, si la depreciación nominal de la moneda no está acompañada, por ejemplo, de una disminución del gasto interno, los precios internos pueden aumentar tanto como el incremento en la devaluación y, por lo tanto, la TCR volvería a su nivel original, quedando como efecto final, una mayor inflación.

El primer problema metodológico que surge en la construcción de un índice de TCR (ITCR) es la selección de los países que tienen en cuenta en la comparación de los precios

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

de la economía nacional. En la literatura económica se utilizan principalmente dos criterios de selección: i) aquellos países con los que se tiene mayor comercio, los cuales no necesariamente producen los mismos bienes, y ii) aquellos países con los que se compite en los mercados internacionales, es decir, los que venden los mismos bienes.

Cuando se calcula un ITCR entre socios comerciales con alto grado de complementariedad, es decir, que producen bienes y servicios en su mayoría diferentes, se miden los cambios en el poder adquisitivo de la moneda local frente a la extranjera. El Banco hace las mediciones de dos ITCR ponderados según el comercio no tradicional con sus principales socios comerciales: el ITCR-IPC e ITCR-IPP. Como se muestra en el Cuadro R1.1, en promedio en 2004, la apreciación real medida en ese año con el ITCR-IPC fue de 9,2%, y con el ITCR IPP, fue de 6,1 % anual.

En la segunda aproximación, el Banco calcula el llamado ITCR con terceros países (ITCR-C) para medir el incremento o pérdida de competitividad de nuestro país respecto de

Cuadro R1.1

Tasa de cambio nominal y real

País	ITC Ponderaciones (Porcentaje)	ITCR-IPP Devaluación nominal		ITCR-IPC Devaluación real		Devaluación real	
		Dic-04	Promedio	Dic-04	Promedio	Dic-04	Promedio
Industrializados							
Estados Unidos	43,74	(14,10)	(8,71)	(11,70)	(7,85)	(15,77)	(11,54)
Euro (*)	11,5	(6,49)	0,30	(8,02)	(3,24)	(9,05)	(3,11)
Japón	3,23	(10,80)	(2,21)	(12,97)	(5,90)	(14,94)	(7,71)
Reino Unido	1,36	(5,58)	2,29	(7,09)	(0,40)	(7,15)	(0,45)
Suiza	3,05	(5,21)	(1,20)	(8,03)	(4,94)	(9,36)	(6,12)
Canadá	1,52	(7,46)	(1,80)	(5,40)	(3,45)	(10,76)	(5,78)
Suecia	0,62	(5,80)	0,35	(5,47)	(2,25)	(9,75)	(4,80)
Externa	**65,04**	**(11,90)**	**(5,83)**	**(10,69)**	**(6,35)**	**(13,97)**	**(9,00)**
En desarrollo							
México	5,22	(13,72)	(12,67)	(10,48)	(9,28)	(14,70)	(13,85)
Venezuela	9,26	(28,42)	(21,84)	(16,25)	(3,12)	(19,14)	(10,09)
Ecuador	6,22	(14,10)	(8,71)	(16,34)	(10,80)	(17,02)	(11,43)
Brasil	4,04	(7,61)	(4,09)	(0,66)	(0,02)	(6,25)	(3,47)
Chile	2,61	(10,05)	3,34	(11,66)	(0,71)	(12,38)	(1,41)
Perú	3,25	(9,09)	(6,93)	(8,31)	(6,81)	(17,02)	(11,43)
Panamá	3,29	(14,10)	(8,71)	(15,89)	(11,26)	(16,58)	(11,88)
Argentina	1,07	(14,29)	(8,41)	(9,62)	(4,90)	(14,19)	(9,74)
Externa	34,96	**(21,41)**	**(13,35)**	**(10,53)**	**(5,71)**	**(13,17)**	**(9,37)**
Externa total	**100**	**(18,59)**	**(11,00)**	**(10,51)**	**(6,06)**	**(13,81)**	**(9,22)**

(*) Corresponde a los países: Alemania, Holanda, España, Francia, Italia, Bélgica.

Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

aquellos que exportan los mismos bienes. Esta medida de tasa de cambio real se obtiene al comparar en la misma moneda el IPC de Colombia con el de aquellos países que son nuestros competidores directos en el mercado de café, banano, flores y textiles en los Estados Unidos. En 2004, el ITCR-C se apreció 10,1% en promedio anual (Cuadro R1.2). No obstante, como se menciona en el capítulo III, la evaluación de la competitividad del país debe hacerse para períodos más largos de tiempo.

Los determinantes fundamentales de la TCR son los factores que afectan la oferta y demanda de bienes transables (internacionalmente) y no transables. La literatura internacional destaca principalmente los siguientes factores determinantes o "fundamentos":

- La productividad relativa de los sectores transables *vs.* los no transables. Un aumento en la productividad de los sectores transables en Colombia (con respecto a la productividad de los sectores no transables) genera una apreciación real del peso.

Cuadro R1.2

Tasas de cambio nominal y real con terceros países

País	Ponderación Promedio 2004 (Porcentaje)	ITC Devaluación nominal		ITCR-C Devaluación real	
		Dic-04	Promedio	Dic-04	Promedio
Brasil	7,0	(7,6)	(4,1)	(5,7)	(3,4)
Canadá	2,5	(7,5)	(1,8)	(10,4)	(5,6)
China	9,0	(14,1)	(8,7)	(16,6)	(10,4)
Costa Rica	8,7	(21,5)	(16,9)	(15,8)	(11,9)
República Dominicana	1,8	14,2	(31,8)	39,3	(2,1)
Ecuador	14,0	(14,1)	(8,7)	(17,0)	(11,4)
El Salvador	1,7	(14,1)	(8,7)	(14,2)	(10,0)
Guatemala	9,9	(11,3)	(8,8)	(8,2)	(7,4)
Honduras	3,8	(18,1)	(13,0)	(15,3)	(11,2)
Hong Kong	2,9	(14,2)	(8,7)	(18,6)	(14,2)
India	2,4	(10,8)	(6,2)	(12,3)	(8,1)
Indonesia	5,1	(21,0)	(12,4)	(20,3)	(12,3)
Italia	1,7	(6,3)	0,3	(9,4)	(3,2)
Kenia	0,7	(18,0)	(12,3)	(9,6)	(7,7)
Corea	1,2	(2,5)	(5,0)	(4,8)	(7,1)
México	9,6	(13,7)	(12,7)	(14,0)	(13,7)
Holanda	5,7	(6,3)	0,3	(10,1)	(4,1)
Nicaragua	1,8	(18,3)	(13,2)	(15,6)	(11,1)
Panamá	0,3	(14,1)	(8,7)	(16,6)	(12,0)
Perú	1,8	(9,1)	(6,9)	(10,7)	(8,9)
Filipinas	1,6	(15,2)	(11,7)	(13,3)	(12,0)
Tailandia	1,8	(12,9)	(5,9)	(15,2)	(8,9)
Venezuela	0,3	(28,4)	(21,8)	(19,1)	(10,1)
Vietnam	4,6	(14,8)	(10,0)	(16,0)	(11,7)
Total	**100,0**	**(13,6)**	**(8,6)**	**(13,2)**	**(10,1)**

Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

- El ingreso permanente de la economía. Así, por ejemplo, el descubrimiento de un recurso natural exportable y/o un aumento permanente en las remesas de trabajadores, induce una apreciación real del peso.

- El nivel de gasto, tanto público como privado. Un mayor nivel de gasto produce una apreciación real al incrementar el precio relativo de los bienes y servicios no transables.

- Los flujos y saldos de activos y pasivos externos de residentes.

Estudios desarrollados en el Banco de la República (Carrasquilla y Arias, 1996) mostraron, por ejemplo, que los principales factores que determinaron la apreciación real en la primera mitad de los noventa fueron, en su orden, el exceso de gasto privado y público, el incremento relativo en la productividad de los bienes transables, y los descubrimientos petroleros. En conjunto, estos factores habrían explicado más del 80% de la apreciación real que tuvo lugar entre 1990 y 1996.

Se debe señalar que las variables monetarias pueden tener efectos sobre la tasa de cambio real en la medida en que existen rigideces de precios en los mercados de bienes y factores. Sin embargo, si no hay cambios en los determinantes reales estos efectos son transitorios. De esta manera, ante un choque positivo proveniente del sector externo (por mayores exportaciones exógenas o mayores flujos de capital), una devaluación nominal inducida por la política monetaria sólo tiene efectos transitorios si no hay, al mismo tiempo, un ajuste a la baja en el gasto (público o privado).

Una vez identificados los determinantes fundamentales de la TCR, se puede definir la TCR de equilibrio como aquella coherente con la evolución actual y esperada de los "fundamentos". Así, la TCR de equilibrio no es constante en el tiempo, ya que depende de factores que están en permanente proceso de cambio. Por lo tanto, no es lógico pensar que el nivel de equilibrio de la TCR deba permanecer constante y que necesariamente corresponda al obtenido en algún período en particular.

Aunque la identificación de una TCR de equilibrio es un paso importante para analizar la trayectoria presente y futura de dicha variable, su cálculo es particularmente difícil y controvertible. Se sabe, además, que la TCR puede divergir considerablemente de su senda de equilibrio. A pesar de las dificultades para estimar cuál es el tipo de cambio real de equilibrio, se sabe que no existe una relación estable entre el tipo de cambio real y sus fundamentos, y que aquel puede divergir considerablemente de su senda de equilibrio. Esta es

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

una de las principales razones que justifican las políticas de intervención cambiaria o de flotación administrada. Desde esta óptica, una devaluación nominal deprecia también la TCR y mejora la competitividad de la economía si en el momento de la devaluación la TCR se encuentra sobrevaluada (por debajo del equilibrio). Sin embargo, si la TCR está inicialmente por encima de su nivel de equilibrio (peso subvaluado), y si la devaluación no está acompañada de una caída en el gasto interno, el alza de los precios internos elimina el efecto de dicha devaluación. En ese caso, la TCR retorna a su nivel original quedando solo el costo inflacionario de la política monetaria.

RECUADRO 2

¿QUÉ HAN HECHO OTROS PAÍSES PARA ENFRENTAR LA REVALUACIÓN Y LAS PRESIONES INFLACIONARIAS?

Una de las características sobresalientes de los mercados internacionales de capital de los últimos años ha sido su amplia liquidez. Esto se explica, principalmente, por la política monetaria laxa en los Estados Unidos a partir de 2001, cuando esa economía comenzó a mostrar signos de desaceleración. La fuerte reducción de las tasas de la Reserva Federal y los desequilibrios macroeconómicos de los Estados Unidos, han generado fuertes presiones a la devaluación del dólar frente al resto de monedas del mundo. Los países de América Latina no fueron la excepción (Cuadro R2.1).

Para intentar contener la apreciación de sus monedas, las acciones de política de una muestra de países, en especial en aquellos que operan bajo el esquema de inflación objetivo,

Cuadro R2.1

Devaluación, tipos de cambio a marzo 9 de 2005

Latam	Devaluaciones		
	Año corrido	Año completo	Dos años atrás
Colombia	(2,51)	(12,48)	(21,05)
Brasil	2,40	(6,29)	(20,18)
México	(1,19)	0,52	1,44
Argentina	(1,18)	0,84	(5,71)
Venezuela	11,94	11,96	34,36
Perú	(0,67)	(5,89)	(6,39)
Uruguay	(2,67)	(13,21)	(10,39)
Chile	5,92	(2,30)	(20,69)

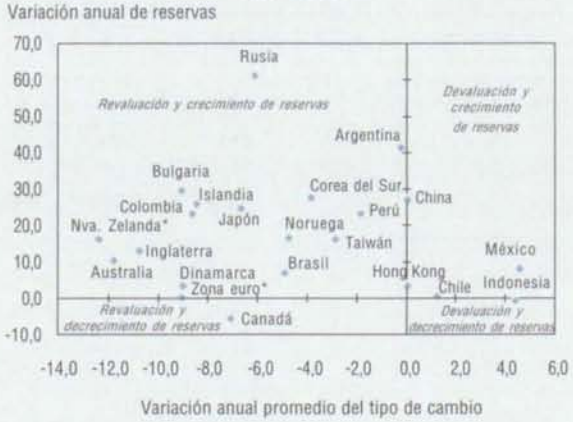
Fuente: Bloomberg.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico R2.1

Variacion anual tasa de cambio promedio *vs.* variacion reservas en algunos países

2003 -2004



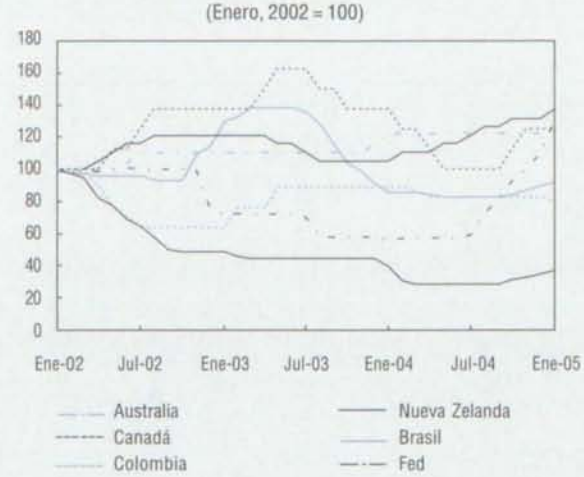
(*) Variación año corrido con último dato disponible.

Fuente: Información recopilada de las páginas de los bancos centrales.

Gráfico R2.2

Tasas de interés de intervención de algunos bancos centrales

(Enero, 2002 = 100)



Fuente: Bloomberg

consistieron en combinar la acumulación de reservas internacionales, con la utilización de los instrumentos de la política monetaria.

El Gráfico R2.1 muestra la variación anual promedio del tipo de cambio y la variación anual de las reservas internacionales en 2004 (con respecto al nivel que tenían en 2003), para 22 países[1]. Se observa que en 17 de ellos la tasa de cambio promedio se apreció en 2004. Un número similar de países aumentó sus reservas internacionales en más de 5%. En el caso de Colombia el aumento de las reservas internacionales fue de 24%, superior a la mayoría de los países, y comparable a los que presentaron una mayor acumulación de divisas.

Por otro lado, la mayoría de los países que, como Colombia, opera con una política monetaria de inflación objetivo, aumentó las tasas de interés de intervención en 2004 en dos ocasiones o más (Cuadro R2.2 y Gráfico R2.2). Las excepciones fueron Australia, que las mantuvo inalteradas, y Colombia, que las redujo en tres ocasiones.

[1] La muestra de países corresponde a aquellos para los cuales se obtuvo información.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro R2.2

Evolución de algunos indicadores monetarios en países con inflación objetivo

País	Revisiones a la tasa de interés de referencia	Acumulación o desacumulación RIN (miles de millones de dólares / var. porcentual)	Variación promedio de la tasa de cambio nominal (Porcentaje)		Crecimiento económico (Porcentaje)	
	2004	2004	2003	2004	2003	2004 (*)
Australia	ninguna	3,7 11%	(16,2)	(11,8)	3,0	3,6
Nueva Zelanda	6 al alza	1,0 17%	(20,3)	(12,4)	3,4	4,2
Brasil	2 a la baja 4 al alza	3,6 74%	(5,4)	(5,0)	(0,2)	4,0
Canadá	3 a la baja 2 al alza	(1,8) -5%	(10,8)	(7,1)	2,0	2,9
Chile	2 a la baja 4 al alza	0,2 10%	0,2	1,2	3,3	4,9
Perú	2 al alza	2,4 24%	(1,1)	(1,9)	4,1	4,5
Colombia	3 a la baja	2,6 24%	14,9	(8,7)	3,8	3,8

(*) Estimaciones del FMI.

Fuente: Cálculos del Banco de la República con información de bancos centrales y FMI.

V. *Política fiscal*

A. Resultados fiscales de 2004

De acuerdo con cifras preliminares, al cierre de 2004 el sector público consolidado registró un déficit por valor de $3.016 mm, que representa el 1,2% del PIB anual. Este porcentaje indica el cumplimiento de la meta fiscal acordada con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que se fijó en 2,3% del PIB. Frente a 2003, se observa una reducción importante en el tamaño del déficit, gracias al mejor desempeño del sector descentralizado, cuyo superávit aumentó de 2,5% del PIB en 2003, a 4,2% del PIB en 2004. El mejor desempeño de este sector refleja la acumulación de un superávit en algunos fondos especiales de pensiones de carácter público y una situación favorable en las finanzas territoriales debido a un proceso de lenta ejecución del gasto que probablemente se reversará durante el año 2005 (Cuadro 12).

El mejoramiento en las finanzas del sector descentralizado, y las utilidades generadas por el Banco de la República (0,5% del PIB) y Fogafin (0,3%),

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 12

Sector público consolidado
Balance fiscal, 2003-2004 1/

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2003	2004	2003	2004 (pr)
Eléctrico	755,0	485,0	0,3	0,2
Emcali	379,0	271,0	0,2	0,1
EPM	(11,0)	502,0	(0,0)	0,2
FAEP	(139,0)	167,0	(0,1)	0,1
Ecopetrol	1.247,0	296,0	0,5	0,1
Telecom	(123,0)	261,0	(0,1)	0,1
Resto de entidades	693,0	799,0	0,3	0,3
Seguridad social	1.703,0	4.163,0	0,7	1,7
Regional y local	968,0	3.407,0	0,4	1,4
Fondo Nacional del Café	310,0	37,0	0,1	0,0
1. Subtotal sector descentralizado	5.782,0	10.388,0	2,5	4,2
2. Gobierno nacional	(11.528,1)	(13.983,2)	(5,1)	(5,6)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(5.746,1)	(3.595,2)	(2,5)	(1,4)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	1.437,0	1.225,0	0,6	0,5
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	582,0	720,0	0,3	0,3
D. Costo de la reestructuración financiera	(941,0)	(920,0)	(0,4)	(0,4)
E. Ajustes	(1.577,0)	(446,0)	(0,7)	(0,2)
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(6.245,1)	(3.016,2)	(2,7)	(1,2)

(pr) Preliminar.
1/ Déficit (-) o superávit (+).
Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal.

compensaron parcialmente el desajuste fiscal del Gobierno nacional central (GNC), que alcanzó 5,6% del PIB en 2004 ($13.983 mm).

El déficit en las finanzas del Gobierno fue el resultado de un aumento de 16,0% en los ingresos y de 17,3% en los gastos. Los recaudos más dinámicos fueron los de renta, impuesto al valor agregado (IVA) externo e interno y transacciones financieras, con crecimientos de 29,4%, 16,7%, 13,3% y 38%, respectivamente. El comportamiento de estos impuestos estuvo ligado a las últimas reformas tributarias, especialmente por la ampliación del número de personas naturales obligadas a declarar sus ingresos y por el aumento de tres a cuatro por mil de la tarifa del gravamen a los movimientos financieros (Cuadro 13).

Con respecto al gasto del Gobierno, cabe destacar la reducción de los intereses externos, en gran parte como resultado de la apreciación del tipo de cambio, y el crecimiento del rubro de transferencias, dentro del cual sobresale el sistema general de participaciones y las erogaciones por pensiones.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 13

Gobierno nacional central
Balance fiscal, 2003-2004

(Miles de millones de pesos)

	2003	2004 (pr)	Crecimiento anual 2003 - 2004
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	34.445,4	39.951,4	16,0
A. Tributarios	31.372,7	36.735,6	17,1
Renta	11.729,5	15.181,7	29,4
IVA interno	8.887,9	10.073,7	13,3
IVA externo	4.183,5	4.881,9	16,7
Gravamen	2.158,9	2.233,1	3,4
Gasolina	1.025,0	1.057,4	3,2
Transacciones financieras	1.621,5	2.237,6	38,0
Seguridad democrática	1.231,0	0,0	(100,0)
Otros	535,4	1.070,2	99,9
B. No tributarios	205,8	201,6	(2,0)
C. Fondos especiales	321,0	380,9	18,7
D. Recursos de capital	2.419,0	2.508,3	3,7
Rendimientos financieros	535,1	489,9	(8,4)
Excedentes financieros	1.674,4	1.845,4	10,2
Otros	209,5	173,0	(17,4)
E. Ingresos causados	126,9	125,0	(1,5)
II. Gastos totales (A + B + C + D + E + F)	45.973,5	53.934,6	17,3
A. Intereses	9.655,2	10.266,0	6,3
Externos	4.349,2	4.320,0	(0,7)
Internos	5.306,0	5.946,0	12,1
B. Funcionamiento	32.566,7	37.430,7	14,9
Servicios personales	6.130,0	6.581,5	7,4
Gastos generales	2.162,7	2.227,2	3,0
Transferencias	24.274,0	28.622,0	17,9
C. Inversión	2.882,8	3.126,5	8,5
D. Préstamo neto	864,8	298,2	(65,5)
E. Deuda flotante	(558,0)	2.198,0	(493,9)
F. Indexación TES B denominados en UVR	562,0	615,2	9,5
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) 1/	(11.528,1)	(13.983,2)	21,3
Costo de reestructuración financiera	941,1	919,7	(2,3)
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	(12.469,2)	(14.902,9)	19,5
A. Crédito externo neto	5.600,0	3.446,2	(38,5)
Desembolsos	12.784,0	6.978,1	(45,4)
Amortizaciones	7.184,0	3.531,9	(50,8)
B. Crédito interno neto	6.144,1	7.122,0	15,9
Desembolsos	13.538,1	16.429,0	21,4
Amortizaciones	7.394,0	9.307,0	25,9
C. Utilidades del Banco de la República	1.479,7	802,8	(45,7)
D. Otros	(754,6)	3.531,9	(568,0)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(5,1)	(5,6)	

(pr) Preliminar.

1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Confis.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Los pagos por este último concepto se expandieron 30% como consecuencia del agotamiento de las reservas pensionales del Instituto de los Seguros Sociales (ISS), lo cual originó una mayor carga fiscal para la Nación a partir del año 2004. Los gastos por inversión aumentaron 8,5%.

El financiamiento del déficit provino de los recursos del crédito interno y externo, el traslado de utilidades del Banco de la República y la utilización del portafolio y otros recursos de la Tesorería General de la Nación. Es importante anotar que durante 2004 se desarrolló una política de financiamiento con mayor preferencia por fuentes internas. El Gobierno financió su déficit en un 23,1% con recursos de crédito externo y en un 47,7% con los de crédito interno[4]. El 29% restante se originó en otras fuentes de financiamiento, entre ellas el traslado de utilidades del Banco de la República. El aumento en el endeudamiento externo del Gobierno, $3.446 mm, fue producto de desembolsos por $6.978,1 mm frente a unas amortizaciones por $3.531,9 mm. Por su parte, el endeudamiento interno creció $7.122 mm como resultado de nuevos desembolsos por $ 16.429 mm y amortizaciones por $9.307 mm. El principal instrumento de deuda interna estuvo representado por los títulos TES B con colocaciones brutas por $16.219 mm.

A pesar del elevado nivel del déficit del GNC, el saldo de la deuda descendió de 54,3% del PIB en 2003 a 51% del PIB al final de 2004. Este hecho está asociado en gran parte al proceso de apreciación del tipo de cambio observado a lo largo del año que se tradujo en una reducción del componente externo de la deuda de 25,2% del PIB en 2003 a 21,2% de éste en 2004.

B. Plan financiero para 2005

Para 2005 el Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) aprobó una meta de déficit fiscal equivalente a 2,2% del PIB, la cual puede ampliarse a 2,5% del PIB, si a lo largo del año se ejecutan proyectos de inversión de alto retorno social que no afecten la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo. Con la ejecución de estos proyectos, el cumplimiento de la meta fiscal exige que las finanzas del sector público descentralizado generen un superávit cercano al 3,7% del PIB, el cual compensaría parcialmente el déficit estimado para el GNC, de 6,1% del PIB (Cuadro 14).

De acuerdo con los estimativos actuales del Confis, el déficit del GNC (6,1% del PIB) resultaría de un aumento estimado de 9,7% en los ingresos y, de 11,8% en los gastos. Dentro de los ingresos tributarios se espera un incremento de 11,8% en renta, 9,3% en IVA interno y 17,6% en gasolina. El dinamismo del impuesto de renta estará ligado principalmente a la reducción de

[4] En 2003, dichos porcentajes fueron 45,0% y 49%, respectivamente.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 14

Sector público consolidado
Balance fiscal, 2004 y 2005 (*)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2004	2005	2004	2005
Eléctrico	485,0	605,0	0,2	0,2
Emcali	271,0	420,0	0,1	0,2
EPM	502,0	327,0	0,2	0,1
FAEP	167,0	(458,0)	0,1	(0,2)
Ecopetrol	296,0	1.040,0	0,1	0,4
Telecom	261,0	59,0	0,1	0,0
Resto de entidades	799,0	1.989,0	0,3	0,7
Seguridad social	4.163,0	4.703,0	1,7	1,7
Regional y local	3.407,0	1.333,0	1,4	0,5
Fondo Nacional del Café	37,0	12,0	0,0	0,0
1. Subtotal sector descentralizado	10.388,0	10.030,0	4,2	3,7
2. Gobierno nacional	(13.983,2)	(16.475,0)	(5,6)	(6,1)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(3.595,2)	(6.445,0)	(1,4)	(2,4)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	1.225,0	182,0	0,5	0,1
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	720,0	383,0	0,3	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(920,0)	(996,0)	(0,4)	(0,4)
E. Ajustes	(446,0)	0,0	(0,2)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(3.016,2)	(6.876,0)	(1,2)	(2,5)

(*) Déficit (-) o superávit (+).
Fuente: Confis.

algunas exenciones, al desempeño económico de 2004 y a la eliminación total de la deducción de impuestos locales en la liquidación de este tributo. Así mismo, el comportamiento del IVA interno reflejará el aumento del 7% al 10% en la tarifa aplicada sobre aquellos bienes y servicios señalados por la Ley 788 de 2002. El crecimiento del recaudo del impuesto global a la gasolina dependerá en gran parte de la actividad económica esperada para 2005.

En materia de gasto del GNC, se espera un crecimiento de 17,2% en intereses de la deuda, 19,8% en funcionamiento y 59,7% en inversión. Dentro de los pagos de funcionamiento vale la pena destacar los traslados al Fondo de Pasivos de Pensiones Territoriales (Fonpet), que ascenderán a $2.400 mm durante el año, y las erogaciones por pensiones, que crecerán cerca de 50%. Como ya se anotó, el crecimiento de este último rubro es consecuencia del agotamiento de las reservas del ISS, que exigirá una transferencia a esta entidad cercana a los $4 billones (b) en este año. La expansión del rubro de inversión se originará en la inclusión en el presupuesto de algunas partidas para reforzar el equipo militar y realizar diversas obras de infraestructura en

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

el territorio nacional. El préstamo neto ascenderá a $403 mm, lo que significa un aumento de 35,1% respecto a los pagos efectuados en 2004.

El financiamiento del déficit del GNC recaerá, principalmente, sobre el crédito interno y el portafolio de la Tesorería General y otros recursos con utilizaciones netas por $12.193 mm y $3.276 mm, respectivamente. Dentro de las operaciones de crédito interno se prevén colocaciones de TES B por $24.031 mm, de los cuales $9.499 mm se realizarán mediante el mecanismo de subastas.

Con relación al sector público descentralizado, las estimaciones oficiales contemplan una situación fiscal favorable. Esta se lograría gracias al mejor desempeño esperado de varias entidades públicas, como Ecopetrol, y a la generación de un superávit significativo en la seguridad social, gracias a la acumulación de recursos en algunos fondos de pensiones públicos. En el caso de Ecopetrol, se prevé una situación fiscal holgada debido al favorable comportamiento de los precios internacionales del crudo.

En general, las perspectivas de las finanzas del sector público en 2005 son relativamente favorables. No obstante, aún existen varias preocupaciones, especialmente sobre las finanzas del Gobierno central, cuyo desempeño fiscal está limitado por la alta inflexibilidad del gasto, y por el escaso margen de maniobra para aumentar de manera importante el recaudo de impuestos. No sobra recordar que el agotamiento de las reservas para pensiones del Seguro Social significará un aumento enorme en las erogaciones del Gobierno, con consecuencias futuras por el excesivo tamaño del pasivo pensional a cargo del Estado. En estas circunstancias, resulta particularmente complejo diseñar un mecanismo que permita reducir de manera permanente tanto el tamaño del déficit como el nivel de la deuda del Gobierno central. Así mismo, debe evaluarse con prudencia la situación futura de la actividad petrolera debido al agotamiento de las reservas de hidrocarburos y a la inexistencia de nuevos hallazgos.

VI. *Balanza de pagos*

A. Comportamiento de la balanza de pagos

De acuerdo con cifras estimadas[5], en 2004 la balanza de pagos arrojó un déficit en cuenta corriente de US$1.001 m (1,0% del PIB), y entradas netas de capital por US$3.235 m (3,4% del PIB). La acumulación de reservas brutas del año fue de US$2.585 m y su saldo a diciembre ascendió a US$13.540 m (Cuadro 15).

[5] A la fecha de presentación de este informe no se disponía de la información definitiva de la balanza de pagos para 2004.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 15

Balanza de pagos de Colombia - resumen

	Millones de dólares			Como porcentaje del PIB			Diferencia
	2002	2003 (pr)	2004 (e)	2002	2003 (pr)	2004 (e)	2004-2003 Millones de dólares
I. Cuenta corriente	(1.371)	(1.101)	(1.001)	(1,7)	(1,4)	(1,0)	100
Ingresos	17.902	19.777	23.535	22,0	25,0	24,5	3.758
Egresos	19.273	20.878	24.536	23,6	26,4	25,6	3.657
A. Bienes y servicios no factoriales	(1.227)	(989)	(530)	(1,5)	(1,2)	(0,6)	458
1. Bienes	239	524	1.037	0,3	0,7	1,1	513
Exportaciones	12.316	13.782	16.948	15,1	17,4	17,7	3.166
Importaciones	12.077	13.258	15.910	14,8	16,7	16,6	2.653
2. Servicios no factoriales	(1.466)	(1.513)	(1.568)	(1,8)	(1,9)	(1,6)	(55)
Exportaciones	1.866	1.879	2.066	2,3	2,4	2,2	187
Importaciones	3.332	3.392	3.634	4,1	4,3	3,8	242
B. Renta de los factores	(2.848)	(3.446)	(4.132)	(3,5)	(4,4)	(4,3)	(686)
Ingresos	711	548	623	0,9	0,7	0,6	75
Egresos	3.559	3.994	4.755	4,4	5,0	5,0	760
C. Transferencias corrientes	2.704	3.334	3.662	3,3	4,2	3,8	328
Ingresos	3.008	3.568	3.898	3,7	4,5	4,1	331
Egresos	304	234	236	0,4	0,3	0,2	3
II. Cuenta de capital y financiera	1.303	810	3.235	1,6	1,0	3,4	2.425
A. Cuenta financiera	1.303	810	3.235	1,6	1,0	3,4	2.425
1. Flujos financieros de largo plazo	(1.421)	995	1.554	(1,7)	1,3	1,6	559
a. Activos	857	938	128	1,1	1,2	0,1	(810)
i. Inversión directa colombiana en el exterior	857	938	128	1,1	1,2	0,1	(810)
ii. Préstamos 1/	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
iii. Arrendamiento financiero	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
iv. Otros activos	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
b. Pasivos	(535)	1.962	1.731	(0,7)	2,5	1,8	(231)
i. Inversión extranjera directa en Colombia	2.115	1.793	2.343	2,6	2,3	2,4	550
ii. Préstamos 1/	(2.487)	507	(477)	(3,0)	0,6	(0,5)	(984)
Sector público	(1.300)	1.283	790	(1,6)	1,6	0,8	(493)
Sector privado	(1.187)	(776)	(1.267)	(1,5)	(1,0)	(1,3)	(494)
iii. Arrendamiento financiero	(162)	(337)	(134)	(0,2)	(0,4)	(0,1)	203
Sector público	(3)	(19)	(9)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	9
Sector privado	(160)	(319)	(125)	(0,2)	(0,4)	(0,1)	194
iv. Otros pasivos	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
c. Otros Mov. financieros de largo plazo	(30)	(30)	(50)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(20)
2. Flujos financieros de corto plazo	2.724	(185)	1.681	3,3	(0,2)	1,8	1.86
a. Activos	(2.335)	61	458	(2,9)	0,1	0,5	397
i. Inversión de cartera	(2.030)	1.741	1.524	(2,5)	2,2	1,6	(218)
ii. Préstamos 2/	(305)	(1.680)	(1.065)	(0,4)	(2,1)	(1,1)	615
b. Pasivos	389	(124)	2.139	0,5	(0,2)	2,2	2.263
i. Inversión de cartera	16	(20)	370	0,0	(0,0)	0,4	390
ii. Préstamos 2/	373	(104)	1.769	0,5	(0,1)	1,8	1.873
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
III. Errores y omisiones netos	207	108	351	0,3	0,1	0,4	243
IV. Variación reservas internacionales brutas 3/	138	(184)	2.585	0,2	(0,2)	2,7	2.769
V. Saldo de reservas internacionales brutas	10.844	10.921	13.540	13,3	13,8	14,1	2.619
VI. Saldo de reservas internacionales netas	10.841	10.916	13.536	13,3	13,8	14,1	2.620
Meses de importación de bienes	11	10	10				
Meses de importación de bienes y servicios	7	6	7				
PIB nominal en millones de dólares	81.552	79.186	95.868				
VII. Variación de reservas internacionales netas	188	(188)	2.585	0,2	(0,2)	2,7	2.773

(e) Estimado.

(pr) Preliminar.

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

2/ Incluye préstamos directos y crédito comercial.

3/ Según metodología de la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

1. Cuenta corriente

El déficit en cuenta corriente se redujo en US$100 m de 2004, con respecto a 2003. Esto fue el resultado de un menor déficit en la balanza de bienes y servicios no financieros de US$459 m que, junto con el aumento de cerca de US$328 m en los ingresos netos por transferencias del exterior, compensaron el mayor déficit (en US$686 m) en el pago de los servicios factoriales.

La balanza comercial tuvo un superávit superior en US$513 m a 2003. Dicho superávit se generó por el aumento de 25,6% en los ingresos por exportaciones de bienes, frente a un crecimiento de 20,0% en las importaciones. Como se ha señalado, el significativo crecimiento de las exportaciones se explica por la mejora en los términos de intercambio y por el mayor crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales. El PIB de estas economías creció, en promedio, 5,6% en 2004 frente a 0,9% en 2003, lo cual estimuló la demanda externa de productos no tradicionales de exportación que aumentó 28,4%, mientras que habían caído 4,9% y -0,4% en 2002 y 2003, respectivamente. En este desempeño tuvo un papel fundamental el significativo aumento en las ventas a Venezuela estimuladas por la recuperación económica de ese país, cuyo crecimiento anual fue de 18,1% en 2004, frente a una caída en la actividad económica de 7,6%, el año anterior.

El Cuadro 16 resume el comportamiento de las exportaciones por producto durante el año. Las exportaciones de café e hidrocarburos aumentaron en

Cuadro 16

Exportaciones clasificadas por principales productos y sectores económicos

	Millones de dólares			Variación absoluta (Millones de dólares)		Variación porcentual	
	2002	2003 (pr)	2004 (pr)	2003	2004	2003	2004
Exportaciones tradicionales	**5.496**	**6.692**	**8.227**	**1.195,5**	**1.535,1**	**21,8**	**22,9**
Café	772	806	949	34,1	143,1	4,4	17,8
Petróleo y derivados	3.275	3.383	4.180	108,2	796,3	3,3	23,5
Carbón	990	1.422	1.841	432,3	418,5	43,7	29,4
Ferroníquel	272	415	626	142,2	211,4	52,2	51,0
Oro no monetario	94	585	556	490,8	(28,9)	519,9	(4,9)
Esmeraldas	92	80	74	(12,1)	(5,5)	(13,1)	(6,9)
Exportaciones no tradicionales (*)	**6.411**	**6.388**	**8.205**	**(23,1)**	**1.816,4**	**(0,4)**	**28,4**
Sector agropecuario	1.383	1.367	1.594	(15,7)	227,0	(1,1)	16,6
Sector industrial	4.954	4.890	6.413	(63,4)	1.522,5	(1,3)	31,1
Sector minero	75	131	198	56,0	66,9	74,8	51,1
Exportación total de bienes	11.907	13.080	16.431	1.172,5	3.351,4	9,8	25,6

(pr) Preliminar.

(*) No incluye exportaciones temporales y otras. Incluye ajustes de balanza de pagos.

Fuente: DANE. Estimaciones del Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

dólares 17,8% y 23,5%, respectivamente, y las de ferroníquel 51,0%. Estos incrementos tuvieron lugar al tiempo con caídas en los volúmenes exportados de estos productos (Cuadro 17). Por su parte, las exportaciones de carbón crecieron 29,4%, debido al incremento en las cantidades vendidas y en los precios de exportación.

De otro lado, en el crecimiento de las exportaciones no tradicionales se destacan las ventas a Venezuela, que aumentaron 130,3%, y las exportaciones a los Estados Unidos, cuyo aumento anual fue de 12,7% y representan el 42,2% del total de exportaciones (Cuadro 18).

Por su parte, las importaciones presentaron un significativo aumento en todos los grupos de bienes, pero principalmente en materias primas y bienes de capital para la industria. Fue importante también el aumento en las compras de bienes de consumo duradero, las cuales crecieron 27,9% en el año (Cuadro 19). Este repunte en la demanda de importaciones para la actividad industrial es un buen indicador del dinamismo de la inversión y de la actividad industrial en 2004.

Cuadro 17

Volúmenes y precios de exportación tradicionales y oro

	2003	2004 (pr)	2005 (proy)	2004 Variación	2005 porcentual
Café					
Volumen exportado (millones de sacos)	10,2	10,2	10,2	(0,5)	0,0
Precio *ex - dock* (dólares por libra)	0,7	0,9	1,0	29,1	9,9
Carbón					
Volumen exportado (miles de toneladas)	50.992,6	51.359,7	57.522,9	0,7	12,0
Precio (US$ por tonelada)	28,2	35,8	35,8	27,3	0,0
Ferroníquel					
Volumen exportado (miles de toneladas)	131,9	138,1	138,1	4,7	0,0
Precio (dólares por libra)	1,4	2,1	2,1	43,5	1,3
Oro					
Volumen exportado (miles de onzas troy)	1.871,5	1.756,5	1.774,1	(6,1)	1,0
Precio (dólares por onza troy)	362,5	369,7	437,5	2,0	18,4
Petróleo					
Volumen exportado de crudo (miles de barriles diarios)	237,4	226,0	221,0	(4,8)	(2,2)
Precio (dólares por barril)					
Crudo promedio	**29,0**	**35,3**	**41,3**	21,6	17,0
Cusiana	29,8	38,2	47,1	28,4	23,2
Otros crudos	27,7	32,8	40,4	18,5	23,2
Fuel-Oil	20,6	22,7	27,9	10,0	23,2
ACPM	35,7	44,3	54,6	24,2	23,2
Otros crudos	42,7	46,4	57,1	8,7	23,2

(pr) Preliminar.

(py) Proyectado.

Fuente: DANE y estimaciones del Banco de la República, según analistas internacionales, asesores cafeteros, Ecopetrol, FMI.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 18

Crecimiento porcentual del valor en dólares de las exportaciones no tradicionales (pr)

Enero-Diciembre de 2004

	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	Resto	Total
Totales	**12,7**	**130,3**	**26,0**	**29,9**	**(0,2)**	**41,8**	**27,1**	**25,6**
No tradicionales	**7,3**	**134,3**	**21,4**	**5,9**	**(8,4)**	**18,7**	**18,4**	**25,3**
Sector agropecuario	2,8	261,4	(11,0)	11,7	(20,6)	(32,2)	8,3	16,6
Sector industrial	17,6	119,8	19,3	7,5	16,0	19,2	19,3	31,1
Alimentos, bebidas y tabaco	12,4	58,8	(7,0)	14,5	102,4	95,5	11,2	20,0
Hilados y tejidos	(3,2)	227,3	9,7	0,0	17,5	12,7	3,6	39,6
Confecciones	20,0	130,8	47,1	216,7	(34,4)	47,4	43,2	33,5
Productos plásticos y de caucho	66,6	93,3	1,4	n.a.	214,3	21,2	31,6	31,8
Cuero y sus manufacturas	10,5	266,4	20,1	321,7	12,4	18,1	3,9	15,6
Madera y sus manufacturas	(39,3)	176,8	21,9	n.a.	30,0	265,1	(12,7)	(15,5)
Artes gráficas y editorial	1,3	52,8	18,5	(5,4)	35,7	(8,6)	13,7	16,4
Industria química	29,4	46,5	17,0	(30,1)	(4,2)	(4,0)	22,5	23,7
Minerales no metálicos	9,4	160,2	19,1	(33,3)	n.a.	(19,3)	(4,1)	12,4
Industria metales comunes	66,7	171,9	37,5	(59,0)	(43,1)	52,8	34,7	53,7
Maquinaria y equipo	57,8	101,2	21,7	90,9	103,0	47,3	32,9	49,5
Material de transporte	(27,9)	1.021,5	39,0	n.a.	80,0	(34,5)	59,3	179,5
Aparatos de óptica, cine y otros	(60,8)	93,3	22,9	62,5	(50,0)	59,3	43,5	8,6
Otras industrias	(8,1)	125,8	23,2	70,0	(50,6)	13,2	15,4	15,6
Sector minero **1/**	(10,4)	71,7	46,5	(0,5)	6,4	(36,4)	34,0	4,1

(pr) Preliminar.

n.a. No aplica.

1/ Incluye oro y esmeraldas.

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

En 2004 los ingresos de remesas de trabajadores y de donaciones del exterior tuvieron un incremento de US$331 m (9,3%) frente a 2003. El valor en dólares de las remesas provenientes de Europa representa cerca del 36% del total, y aumentó también como consecuencia de la apreciación del euro. De otro lado, en los Estados Unidos se origina cerca del 49% del total de remesas de trabajadores colombianos en el exterior.

2. Cuenta de capital

Las entradas netas de la cuenta de capitales por US$3.235 m en 2004, se explican en un 48,0% por capitales de largo plazo (equivalentes a 1,6% del PIB), y en 52,0% por capitales de corto plazo.

Los flujos capital de mediano y largo plazos, estuvieron representados en inversión extranjera directa neta, que ascendió a US$2.215 m (2,3% del PIB), con un incremento importante si se considera que en 2003 los recursos por

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 19

Importaciones, según clasificación CUODE

(Millones de dólares (FOB))

	Enero-Diciembre		Variación	
	2003	2004	Absoluta	Porcentual
Bienes de consumo	2.499,0	2.944,3	445,3	17,8
Duraderos	1.184,8	1.515,8	331,0	27,9
No duraderos	1.314,2	1.428,5	114,3	8,7
Bines intermedios	6.114,2	7.612,4	1.498,1	24,5
Combustibles y lubricantes 1/	222,2	243,5	21,3	9,6
Para la agricultura	496,3	605,3	109,0	22,0
Para la industria	5.197,9	6.498,8	1.301,0	25,0
Materiales de construcción	197,9	264,7	66,8	33,8
Bienes de capital	4.391,3	5.041,9	650,6	14,8
Para la agricultura	50,7	51,8	1,1	2,1
Para la industria	2.787,8	3.238,6	450,8	16,2
Equipo de transporte	1.552,8	1.751,5	198,7	12,8
Bienes no clasificados	25,2	30,5	(8,0)	21,2
Importaciones totales	**13.029,7**	**15.629,1**	**2.586,0**	**19,9**

1/ Incluye derivados del petróleo y del carbón.

Fuente: DANE y DIAN.

ese concepto fueron de US$855 m. Los capitales que ingresaron al país en la forma de inversión directa se dirigieron principalmente al desarrollo de los campos carboníferos y a la exploración de petróleo. Estos ingresos, más que compensaron los pagos netos de deuda de largo plazo que se efectuaron en 2004 (US$612 m), en particular por parte del sector privado (US$1.392 m), ya que el sector público obtuvo desembolsos netos de US$780 m. Con esto, el saldo de la deuda externa total de mediano y largo plazos, al cierre de 2004, se estima en US$34.151 m (35,6% del PIB), del cual el 73,4% está en cabeza del sector público (Cuadro 20).

Por su parte, en 2004 ingresaron capitales de corto plazo por un monto estimado de US$1.681 m, mientras que en 2003 se habían reportado salidas por US$185 m (Cuadro 15). Estas entradas de capital son coherentes con el debilitamiento del dólar en los mercados financieros internacionales, lo que condujo a los inversionistas a buscar alternativas de inversión en países emergentes como Colombia, con las consecuentes presiones cambiarias que se explicaron en el capítulo III. Así, los de fondos de inversión extranjeros invirtieron en nuestro país US$370 m, mientras que en 2003 habían reportado salidas de US$20 m. Se estima que estos capitales

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 20

Saldo deuda externa de Colombia

	Millones de dólares					Porcentaje del PIB (*)				
	2000	2001	2002	2003	2004 (pr)	2000	2001	2002	2003	2004
Saldo total	**36.130**	**39.109**	**37.337**	**38.066**	**39.560**	**43,1**	**47,7**	**45,8**	**48,1**	**41,3**
Sector público	20.608	23.469	22.781	24.528	25.778	24,6	28,6	27,9	31,0	26,9
Sector privado	15.522	15.640	14.555	13.538	13.782	18,5	19,1	17,8	17,1	14,4
1. Mediano y largo plazos	**33.616**	**35.987**	**33.845**	**34.701**	**34.151**	**40,1**	**43,9**	**41,5**	**43,8**	**35,6**
a. Sector público según prestatario	20.305	23.053	22.262	24.228	25.321	24,2	28,1	27,3	30,6	26,4
Sector público no financiero	18.695	22.020	21.428	23.634	24.856	22,3	26,9	26,3	29,8	25,9
Gobierno	14.326	18.188	18.013	20.663	22.335	17,1	22,2	22,1	26,1	23,3
Entidades descentralizadas	4.369	3.832	3.415	2.971	2.521	5,2	4,7	4,2	3,8	2,6
Sector público financiero	1.610	1.033	834	594	465	1,9	1,3	1,0	0,7	0,5
b. Sector privado	10.489	10.332	9.145	8.369	6.858	12,5	12,6	11,2	10,6	7,2
Financiero	717	434	217	166	151	0,9	0,5	0,3	0,2	0,2
No financiero	9.772	9.898	8.928	8.203	6.707	11,7	12,1	10,9	10,4	7,0
c. Arrendamiento financiero	2.822	2.601	2.438	2.104	1.972	3,4	3,2	3,0	2,7	2,1
Público	104	95	91	76	66	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Privado	2.717	2.507	2.347	2.028	1.906	3,2	3,1	2,9	2,6	2,0
2. Corto plazo	**2.514**	**3.122**	**3.492**	**3.365**	**5.409**	**3,0**	**3,8**	**4,3**	**4,2**	**5,6**
a. Sector público	199	320	429	224	391	0,2	0,4	0,5	0,3	0,4
b. Sector privado	2.315	2.802	3.063	3.141	5.018	2,8	3,4	3,8	4,0	5,2
Memo ítem:										
Saldo total sin arrendamiento financiero	**33.308**	**36.508**	**34.899**	**35.962**	**37.588**	**39,8**	**44,5**	**42,8**	**45,4**	**39,2**
Público	20.504	23.374	22.691	24.452	25.712	24,5	28,5	27,8	30,9	26,8
Privado	12.805	13.134	12.208	11.510	11.876	15,3	16,0	15,0	14,5	12,4

(pr) Preliminar.

(*) Calculado con base en el tipo de cambio fin de período.

Fuente: Banco de la República

fueron invertidos principalmente en TES (US$299 m) y en menor medida en el mercado accionario colombiano (US$71 m). Los inversionistas privados colombianos por su parte, tuvieron un comportamiento similar a los extranjeros y recompusieron su portafolio activo efectuando cancelaciones de deuda externa o invirtiendo en pesos colombianos.

Es importante destacar el significativo aumento en el endeudamiento externo de corto plazo frente al año anterior (US$1.873 m). Este aumento en el crédito externo está asociado al crecimiento de la actividad comercial, en particular al aumento de las importaciones. Así mismo, con expectativas de revaluación del peso, el diferencial de rentabilidad interno *vs.* externo tiende a estimular el endeudamiento en dólares. El saldo de deuda externa de corto plazo en 2004 se calcula en US$5.409 m (5,6% del PIB), del cual, el 92% pertenece al sector privado. En total, el saldo de la deuda externa del país, pública y privada al finalizar 2004, asciende a US$39.560 m (41,3% del PIB),

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

del cual US$25.778 m (26,9% del PIB) está en manos del sector público y US$13.782 m (14,4% del PIB) en las del privado. El notorio descenso en los saldos de deuda externa total como proporción del PIB, es reflejo del impacto contable de la revaluación sobre el *stock* de deuda.

En síntesis, si se excluyen los capitales de inversión extranjera directa, el sector privado ingresó al país recursos netos por cerca de US$935 m, en la forma de nuevos préstamos y liquidación de inversiones en el exterior (desacumulación de activos externos), mientras que en los cuatro años anteriores había mostrado acumulación de activos externos (Cuadro 21).

Se debe señalar, finalmente, que la entrada de capitales en 2004 fue bastante menor que la que tuvo lugar en el país, por ejemplo, entre 1993 y 1998. Así lo demuestra el tamaño del déficit en cuenta corriente esperado en 2004 (1,0% del PIB *vs.* 4,8% del PIB en promedio entre 1993 y 1998) y el superávit de la cuenta financiera y de capitales (3,4% del PIB *vs.* 5,03% del PIB en promedio entre 1993 y 1998). De hecho, en 2004 se redujo el déficit en cuenta corriente al tiempo que se mantuvo un alto crecimiento de la absorción doméstica, lo cual sugiere que parte de la apreciación cambiaria provino de movimientos exógenos en la cuenta corriente, como las mejoras en

Cuadro 21

Balanza de capital y financiera

Flujos anuales (Millones de dólares)

	2000	2001	2002	2003	2004 (e)
Inversión extranjera neta en Colombia	2.069	2.509	1.258	855	2.215
Extranjera en Colombia	2.395	2.525	2.115	1.793	2.343
Colombiana en el exterior	(325)	(16)	(857)	(938)	(128)
Total sector público	496	1.478	393	457	133
No financiero	1.297	1.951	525	750	558
Financiero	(801)	(473)	(131)	(293)	(424)
Total sector privado no financiero sin IED	(2.447)	(1.476)	(319)	(473)	935
No financiero	(2.135)	(1.445)	(144)	(32)	399
Financiero	(313)	(31)	(174)	(441)	536
Sector privado no financiero	(2.135)	(1.445)	(144)	(32)	399
Leasing	(109)	(211)	(160)	(319)	(125)
Largo plazo	(479)	126	(970)	(726)	(1.252)
Corto plazo	(1.547)	(1.360)	985	1.012	1.775
Sector privado financiero	(313)	(31)	(174)	(441)	536
Largo plazo	(520)	(284)	(217)	(51)	(15)
Corto plazo	208	253	43	(390)	551

(e) Estimado.

Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

los términos de intercambio, las transferencias y el repunte en la demanda externa de productos colombianos.

3. Variación de las reservas internacionales

El Banco de la República tuvo una activa participación en el mercado cambiario en 2004. Como ya se anotó atrás, el saldo de reservas internacionales del país aumentó 24%, hasta alcanzar US$13.536 m, equivalente a 10,2 meses de importación de bienes, 6,7 meses de importaciones de bienes y servicios y 1,6 veces el valor de las amortizaciones de deuda pública y privada en un año.

B. Perspectivas de la balanza de pagos para 2005

Para el presente año se proyecta un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de alrededor de US$2.750 m (2,4% del PIB). Este resultado estaría explicado, principalmente, por el deterioro proyectado en la balanza comercial de bienes, que pasaría de un superávit de US$1.037 m en 2004 a un déficit de -US$896 m en 2005 (Cuadro 22).

En particular, se espera que las importaciones de bienes continúen con un alto ritmo de crecimiento en dólares (17,4%), lo cual es consistente con la dinámica esperada del crecimiento del PIB y de la demanda interna en particular. Por el contrario, se proyecta un menor dinamismo de las exportaciones de bienes en dólares debido principalmente a la caída esperada en los ingresos por exportación de crudo, a la menor demanda de productos no tradicionales, por efecto de un menor crecimiento mundial y de la apreciación real de 2004. Adicionalmente, porque en ese año se registró un crecimiento en las exportaciones a Venezuela superior al 100%, que se espera, no se vuelva a repetir en 2005.

Aunque los volúmenes exportados de petróleo se mantendrán en niveles similares a los de 2004, aumentará la participación de crudos de menor calidad, con lo que se prevé una caída en los ingresos de exportación de petróleo. De otro lado, el valor de las exportaciones de café sería mayor en US$289 m, en respuesta al aumento estimado en el precio promedio *ex dock* de exportación, que pasaría de US$0,91 a US$1 por libra. Las exportaciones de carbón se elevarían US$221 m debido a los mayores volúmenes esperados. Como ya se mencionó, las exportaciones no tradicionales tendrían un dinamismo menor del que presentaron en 2004.

De otro lado, en 2005 se presentaría una importante mejoría en el balance de la renta de los factores por US$353 m, asociada, en su mayor parte, a la reducción en los pagos por utilidades y dividendos de US$303 m, dados los menores giros proyectados por este concepto (Cuadro 22).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 22

Balanza de pagos - Colombia

(Millones de dólares)

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB		
	2003	2004 (e)	2005 (proy)	2003	2004 (e)	2005 (proy)
I. Cuenta corriente	**(1.101)**	**(1.001)**	**(2.750)**	(1,4)	(1,0)	(2,4)
A. Bienes y servicios no factoriales	**(989)**	**(530)**	**(2.678)**	(1,2)	(0,6)	(2,4)
1. Bienes	524	1.037	(896)	0,7	1,1	(0,8)
2. Servicios no factoriales	(1.513)	(1.568)	(1.782)	(1,9)	(1,6)	(1,6)
B. Renta de los factores	**(3.446)**	**(4.132)**	**(3.779)**	(4,4)	(4,3)	(3,3)
C. Transferencias	**3.334**	**3.662**	**3.707**	4,2	3,8	3,3
II. Cuenta de capital y Financ. y variación de las reservas internas brutas	**734**	**6.169**	**1.443**	0,9	6,4	1,3
A. Inversión directa neta	855	2.215	2.138	1,1	2,3	1,9
B. Otros movimientos de capital 1/	(121)	3.954	(695)	(0,2)	4,1	(0,6)

(proy) Proyección.

(e) Estimado.

(*) Incluye operaciones del sector público, privado, errores y omisiones y la variación de reservas internacionales brutas.

Fuente: Banco de la República.

VII. *Nivel de las reservas internacionales*

A. Nivel de las reservas y la vulnerabilidad

Como se planteó en el Informe al Congreso de julio de 2004, la estrategia de acumulación de reservas internacionales adoptada por el Banco reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar choques externos. Estos pueden ser originados en choques a los términos de intercambio, pánicos financieros, contagios o, en general, en eventos que lleven a sobrerreacciones de los inversionistas y a una reversión rápida de los flujos de capital. En este contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales no solo puede servir para enfrentar tales choques de liquidez, sino que ayuda a disminuir la probabilidad de su ocurrencia.

En Colombia la evaluación del nivel de reservas se ha realizado a partir de dos criterios: 1. indicadores de riesgo sobre la vulnerabilidad externa, y 2. análisis de costo-beneficio de mantener un acervo de reservas[6].

[6] La evolución de las reservas también está afectada por las políticas del Banco para suavizar los movimientos del tipo de cambio.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

1. Indicadores de vulnerabilidad externa

Los indicadores más relevantes para evaluar la vulnerabilidad externa del país son los siguientes:

a. *Indicador de amortizaciones de deuda*: (reservas / amortizaciones del año en curso);

b. *Indicador de servicio de deuda*: (reservas / servicio de la deuda externa total);

c. *Indicador de posición adecuada de liquidez*: (reservas / (amortizaciones + déficit en cuenta corriente)).

El primero es suficiente en países que no tienen déficit en la cuenta corriente o una moneda sobrevaluada, por lo cual la necesidad de liquidez internacional se limita a las amortizaciones de la deuda total. El segundo es pertinente cuando el país necesita acudir al mercado internacional no sólo para financiar las amortizaciones de la deuda total, sino también para financiar los intereses de esas obligaciones. Por último, el tercer indicador es especialmente relevante para medir la vulnerabilidad externa de países con amortizaciones y pagos de intereses importantes, con déficit de la cuenta corriente, y que desean que en el caso eventual de un cierre de los mercados internacionales el ajuste de la cuenta corriente no ocurra en forma rápida y brusca.

Los mercados internacionales observan con atención las características de cada país y el valor de los indicadores, considerando que cuando el indicador relevante es inferior a 1,0, se enciende una luz de alerta sobre la vulnerabilidad externa de la economía bajo estudio de inversión.

El Cuadro 23 presenta para Colombia los indicadores de las reservas internacionales para el período de 2002 a 2004. Al cierre de 2004, los indicadores de amortización de deuda externa exceden el valor de uno, variando entre 1,13 y 1,62. A su vez, los indicadores de servicios de la deuda total y de posición adecuada de liquidez se ubicaron en valores cercanos a uno. Por ejemplo, los de reservas / servicio de la deuda total tuvieron un valor entre 0,92 y 1,24, y los de reservas / (amortizaciones + déficit en cuenta corriente) se situaron entre 1,45 y 0,92.

2. Modelos de costo-beneficio

En estos modelos, un mayor nivel de reservas reduce la probabilidad de ocurrencia y los costos de una eventual crisis externa, al facilitar el ajuste macroeconómico. De otro lado, un mayor nivel de reservas tiene asociado

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 23

Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2002	2003	2004	2005 (e) (*)
Saldo				
Reservas internacionales netas (millones de dólares)	10.841	10.916	13.536	12.589
Reservas internacionales FMI (millones de dólares)	10.507	10.524	13.197	12.221
Indicadores				
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa				
Amortizaciones deuda externa (US$ millones)	10.146	10.173	8.366	12.018
Reservas netas / Amortizaciones deuda externa del año en curso	1,07	1,07	1,62	1,15
Reservas netas / Amortizaciones deuda externa del siguiente año	1,07	1,30	1,13	1,25
B. Indicadores de servicio de deuda				
RIN / (Servicio de la deuda año corriente)	0,86	0,87	1,24	0,94
RIN / (Servicio de deuda año siguiente)	0,86	1,00	0,92	1,01
C. Indicador de posición adecuada de liquidez				
RIN / (Amortizaciones de deuda año corriente + Def. Cta. Cte. año corriente)	0,94	0,97	1,45	0,94
RIN / (Amortizaciones de deuda año siguiente + Def. Cta. Cte. año siguiente)	0,96	1,17	0,92	0,98

(e) Estimado.

(*) Saldo de reservas internacionales a febrero de 2005, ajustado por la venta de divisas al Gobierno de US$1.250 millones.

Fuente: Estimaciones del Banco de la República.

un costo de oportunidad que surge de la diferencia entre la rentabilidad de las reservas, al ser invertidas en activos líquidos de bajo riesgo, y el rendimiento en otros usos alternativos.

Un cálculo a partir de un modelo de costo-beneficio, a diciembre de 2004, indica que con un costo de crisis de 5,5% del PIB, el nivel adecuado de reservas internacionales sería de US$12.455 m. Si el costo de una crisis fuera mayor, el nivel adecuado de reservas sería más alto.

Teniendo en cuenta que en febrero de 2005 las reservas internacionales alcanzaron un nivel cercano a US$14.000 m, los distintos indicadores de reservas internacionales y los cálculos de costo-beneficio de las reservas sugerían que la entrega de utilidades en dólares (US$196 m) y la operación de venta de reservas al Gobierno por US$1.250 m para el prepago de deuda externa no aumentarían significativamente la vulnerabilidad de la economía y producirían ahorros del costo de oportunidad de las reservas. Además, por la forma como fue estructurada la operación, la venta de los dólares al Gobierno le permite al Banco adquirir TES para hacer sus operaciones monetarias y para esterilizar compras adicionales de reservas si así se requiere. El Cuadro 23 presenta una estimación de los indicadores de vulnerabilidad para 2005, si el saldo de las reservas netas descendiera de US$13.839 m a US$12.589 m como producto de las operaciones mencionadas.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

B. Nivel actual de las reservas internacionales y criterios de su administración

Las reservas internacionales netas totalizaron a diciembre de 2004 US$13.535,8 m, saldo superior en US$2.620,2 m al registrado en diciembre de 2003[7]. El principal componente de las reservas internacionales lo constituye el portafolio de inversión con el 91,1% del total, US$12.336,3 m. El saldo restante está distribuido en: i) la posición de reservas en el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), US$764,1 m; ii) los derechos especiales de giro (DEG), US$182,9 m; iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US$240,2 m y, iv) los depósitos a la orden y el efectivo en caja por US$16,4 m. Así mismo, en diciembre de 2004 se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US$4,1 m (Cuadro 24).

Los criterios de administración de las reservas internacionales establecidos por el Banco de la República son, en orden de importancia, seguridad, liquidez y rentabilidad. Conforme a estos criterios y con el objeto de permitir el cumplimiento de las metas macroeconómicas definidas por el Banco, y evitar cualquier interrupción en el flujo de divisas o 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.

De acuerdo con los lineamientos anteriores, una proporción del portafolio de inversión de las reservas internacionales es manejada por entidades administradoras de fondos, escogidas mediante un riguroso sistema de selección que incluye su experiencia en el negocio, el tamaño de los fondos que administran y la calidad de sus capacidades de gestión y de control de los riesgos. Como se ha mencionado en informes anteriores, estas entidades han mejorado el rendimiento de las reservas a través de un manejo especializado (Recuadro 3).

Del portafolio total de inversiones, el Banco de la República gestionó directamente US$6.947,5 m (56,3% del total del tramo de inversiones), incluido un capital de trabajo por US$639,7 m, y las firmas especializadas Barclays Global Investors, J. P. Morgan Investment Management Inc., Goldman Sachs Asset Management y Morgan Stanley Investments L. P. administraron el restante 43,7%, US$5.388,8 m.

---

[7] Cifras provisionales. Las reservas netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 24

Principales componentes de las reservas internacionales

(Millones de dólares)

Descripción	Diciembre 2003	Participación porcentual	Junio 2004	Participación porcentual	Diciembre 2004	Participación porcentual
Caja	77,9	0,7	78,3	0,7	16,4	0,1
Efectivo en caja	77,2	0,7	77,6	0,7	15,8	0,1
Depósitos a la orden	0,7	0,0	0,7	0,0	0,5	0,0
Inversiones	9.770,5	89,5	10.452,8	89,5	12.336,3	91,1
Portafolio directo	4.519,3	41,4	5.207,4	41,4	6.947,5	51,3
Portafolio en administración	5.251,2	48,1	5.245,4	48,1	5.388,8	39,8
Oro	136,4	1,2	128,7	1,2	143,2	1,1
En caja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
En custodia	136,4	1,2	128,7	1,2	143,2	1,1
Fondo Monetario Internacional	597,2	5,5	588,1	5,5	626,7	4,6
DEG	172,5	1,6	169,0	1,6	182,9	1,4
Posición de reserva	424,7	3,9	419,0	3,9	443,9	3,3
Fondo Latinoamericano de Reservas	333,3	3,1	340,2	3,1	340,2	2,5
Aportes	313,3	2,9	320,2	2,9	320,2	2,4
Pesos andinos	20,0	0,2	20,0	0,2	20,0	0,1
Convenios internacionales	6,0	0,1	3,4	0,1	77,1	0,6
Total reservas brutas	10.921,4	100,1	11.591,4	100,1	13.539,9	100,0
Pasivos de corto plazo	5,8	0,1	3,6	0,1	4,1	0,0
Convenios internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bancos del exterior	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valores por pagar compra inversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses causados de los pasivos	5,8	0,1	3,6	0,1	4,1	0,0
Total reservas netas	**10.915,6**	**100,0**	**11.587,8**	**100,0**	**13.535,8**	**100,0**

Fuente: Banco de la República.

Durante 2004, el índice de referencia mediante el cual se evalúa la gestión de la porción[8] administrada por Barclays Global Investors y J. P. Morgan Investment Management Inc. registró un rendimiento[9] de 4,01%, frente a rendimientos de 3,90% y 3,84% registrados por cada uno de los administradores respectivamente. El índice de referencia[10] para el portafolio administrado por Goldman Sachs Asset Management y Morgan Stanley Investment Management registró un rendimiento de 1,00% frente a 1,53% registrado

8 Denominada "mandato global".

9 Cifras provisionales sujetas a revisión.

10 Denominado "Mandato de rotación en los Estados Unidos", cifras provisionales sujetas a revisión.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

por el primero y 1,03% por el segundo. La porción del portafolio administrada directamente por el Banco de la República, excluyendo el capital de trabajo, registró un rendimiento de 2,57% durante 2004, frente al rendimiento obtenido por el índice de referencia mediante el cual se evalúa la gestión de esta porción de 2,61%[11]. El capital de trabajo alcanzó un rendimiento de 1,30%.

El riesgo crediticio para el total del portafolio de inversiones se concentra principalmente en el sector soberano, incluyendo activos de corto y largo plazos, con un 54,5% del portafolio, y la proporción restante se distribuye entre los demás sectores así: 30,9% en el sector bancario, 8,2% en el corporativo, 2.8% en el supranacional, 0,8% en el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por la sigla en inglés de Bank for International Settlements) y 2,8% en acuerdos de recompra en la Fed de Nueva York. A diciembre de 2004, la distribución por calidad crediticia de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas[12] fue la siguiente: 42,8% "P-1"[13], 46,9% "AAA", 6,2% "AA", 0,5% "A", 0,8% en el BIS y 2,8% en acuerdos de recompra en la Fed de Nueva York. La distribución del riesgo crediticio refleja el alto criterio de seguridad con que se administran las reservas internacionales.

Desde el año 2000 y hasta finales de 2003, la tendencia a la baja de las tasas de interés de las economías desarrolladas se tradujo en un aumento en los precios de los activos de renta fija, lo cual junto a la apreciación de otras monedas frente al dólar benefició el precio en los títulos en los que se invierten las reservas. La combinación de estos dos efectos reportó rendimientos de las reservas internacionales inusualmente altos en este período, muy por encima de lo pronosticado por el Banco y del retorno obtenido por la tasa libre de riesgo de los Estados Unidos[14]. En el Gráfico 35 se puede apreciar la tasa de rendimiento acumulada de las reservas frente a la tasa libre de riesgo en dólares, y en el Gráfico 36 se desagrega el retorno de las reservas en dólares por las causaciones y valorizaciones de sus instrumentos de renta fija ("rendimiento tasa interés") y por el diferencial cambiario frente a dólares americanos ("rendimiento de diferencial cambiario").

---

11 Los portafolios de referencia que se utilizan para medir la gestión de los administradores externos están compuestos por activos denominados en dólares americanos, euros y yenes; estos activos se encuentran invertidos en una combinación de instrumentos de mercado monetario y bonos gubernamentales de uno a cinco años. A diciembre 31 de 2004 la duración promedio para el total del índice del tramo de inversión es de 1,07 años y la composición cambiaria de 85% dólares americanos, 12% euros y 3% yenes.

12 Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings.

13 En la escala de las calificaciones de corto plazo, "P-1" representa la mejor.

14 La tasa libre de riesgo es aquella que consigue el inversionista cuando no asume ni riesgo de mercado ni crediticio. En el caso de los Estados Unidos, se toma la Letra del Tesoro de tres meses.

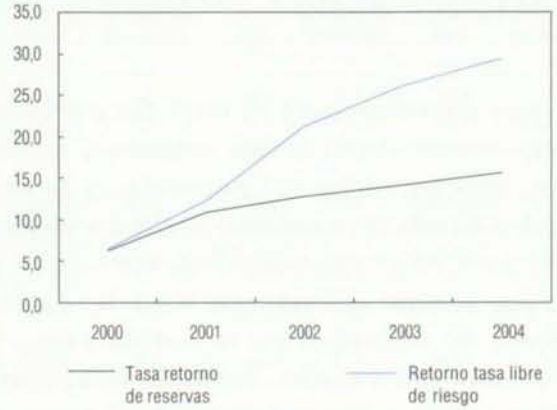
Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad en el manejo de las reservas internacionales implican decisiones en dos dimensiones particularmente relevantes: la exposición al riesgo de fluctuaciones en las tasas de interés (riesgo de mercado), y la exposición al riesgo de alteraciones en las tasas de cambio de las diferentes divisas con respecto al dólar (riesgo cambiario).

Gráfico 35

Tasa de rendimiento acumulado reservas *vs.* Tasa libre de riesgo en dólares americanos

Rendimiento porcentual



Fuente: Banco de la República.

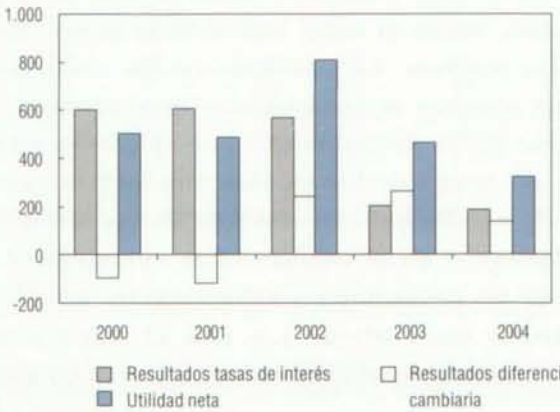
La decisión de composición del portafolio de inversiones en términos de su exposición al riesgo de mercado tiene un carácter eminentemente financiero. Previendo un aumento significativo en las tasas de interés en los Estados Unidos, con la consiguiente caída en los precios de los bonos de renta fija, el Banco de la República disminuyó paulatinamente la duración modificada de las inversiones a partir del año 2002, con lo cual se diminuyó progresivamente la exposición al riesgo de mercado[15].

Gráfico 36

Rendimientos de las reservas internacionales

Flujo mensual

(millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

En contraste con lo anterior, la decisión sobre la composición cambiaria del portafolio de inversión de las reservas internacionales no depende de consideraciones exclusivamente financieras. Dicha composición debe reflejar la denominación

[15] La duración modificada es un indicador de la sensibilidad del cambio en el precio de los activos de renta fija, ante modificaciones en las tasas de interés de una economía. Una explicación detallada de la relación entre el precio de un activo y la tasa de interés se encuentra en el Recuadro 3 del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2004, p. 65. Este informe está disponible en la página de internet del Banco http://www.banrep.gov.co/junta/2004/CongresoJulio.pdf

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

de las obligaciones de pago de los colombianos, ya que, por definición, una de las funciones de las reservas es servir de fuente de liquidez de divisas cuando se limita el acceso al mercado internacional de capitales. Teniendo en cuenta esta restricción, el Banco de la República ha tomado varias medidas. En primer lugar, y luego de revisar el cálculo de los egresos de la balanza de pagos, se modificó en enero 31 de 2004 la composición cambiaria del portafolio de inversión de las reservas de 86% en dólares, 11% en euros y 3% en yenes a 85%, 12% y 3%, respectivamente, con el propósito de reflejar de mejor manera la composición de las monedas en que se hacen los pagos del país. Adicionalmente, para aprovechar las fluctuaciones en las tasas de cambio para el logro de una mayor rentabilidad, en esta misma fecha se autorizó a los administradores externos un aumento en las posiciones activas de monedas de hasta 7,5 puntos porcentuales, frente a la composición cambiaria neutral del portafolio de inversiones. Esto implica que, si un administrador lo considera conveniente, bajo una estrategia equilibrada de riesgo-rendimiento, puede aumentar su exposición a monedas como el euro, sólo por mencionar un ejemplo, de 12% que es la posición neutral, hasta 19,5%, a expensas de reducir su exposición a dólares, de 8,5% que es la posición de referencia, a 77,5%.

La rentabilidad del portafolio de inversiones durante 2004 refleja la tendencia que se observó durante la mayor parte del año, con tasas de interés al alza (lo cual implica precios a la baja) y devaluación del dólar frente a las demás divisas. En términos cambiarios, el ingreso fue inferior al obtenido durante 2003, principalmente por la menor apreciación de las principales divisas en las que se invierten las reservas con respecto al dólar (Gráfico 37). Cabe señalar, sin embargo, que en el año 2004 se generaron utilidades por concepto de diferencial cambiario con respecto al dólar por US$139,3 m, de los cuales US$8,8 m provienen de la toma de posiciones cambiarias, por parte de los administradores y del Banco, de acuerdo con lo autorizado en el mes de enero.

El rendimiento neto de las reservas internacionales obtenido tanto por el Banco de la República como por los administradores delegados a diciembre 31 de 2004, totalizó US$324,5 m. Los ingresos por concepto de intereses causados alcanzaron US$253,9 m, y se presentaron utilidades derivadas de la valuación a precios de mercado de las reservas internacionales, por US$70,6 m. Los resultados por valuación se originaron tanto por la evolución del euro, del yen y de los DEG frente al dólar, US$139,3 m; como por la desvalorización de las inversiones en bonos US$-75,5 m y el aumento en el precio de oro, de US$6,8 m[16].

[16] El precio del oro *Good Delivery* (99,5% de pureza) en el mercado internacional (FIX A. M. de Londres) aumentó de US$417,25 oz en diciembre 31 de 2003 a US$438 oz en diciembre 31 de 2004.

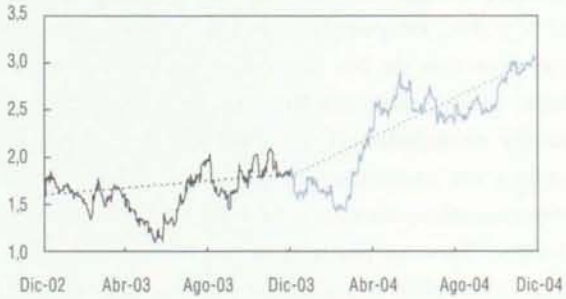
Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

En conclusión, durante el período de 2000 a 2004 la política de inversión de las reservas internacionales diseñada por el Banco de la República presentó un rendimiento superior en 85% al generado por la tasa libre de riesgo en dólares para el mismo período, lo que ha redundado en excesos de utilidad del orden de US$1.240 m. La principal fuente de estos excesos de retorno ha sido la valorización de los activos de renta fija, así como los intereses percibidos por dichas inversiones. En el Gráfico 36 se puede apreciar que desde el año 2000 y hasta 2002, los rendimientos por tasas de interés fueron de aproximadamente US$600 m al año, mientras que el ingreso por diferencial cambiario no contribuyó de forma tan contundente al rendimiento total. Durante 2003, debido al ambiente de bajas tasas de interés mundiales, el retorno por este concepto bajó a la tercera parte de lo que venía observándose en años anteriores, mientras que la apreciación de las diferentes divisas, en especial el euro y el yen, frente al dólar americano, contribuyó positivamente a contrarrestar la caída en rentabilidad por tasas de interés. En el año 2004 los rendimientos de las reservas fueron moderados, debido al aumento en las tasas de interés externas durante el año, así como por diferencial cambiario, debido a que la apreciación de las monedas frente al dólar fue inferior a la del año inmediatamente anterior.

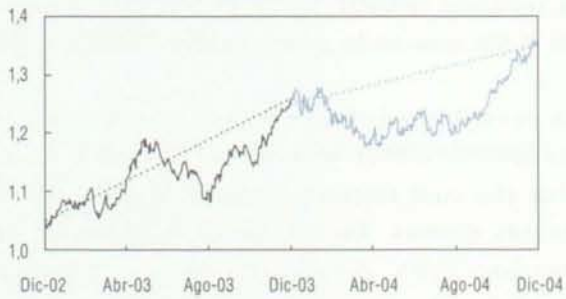
Gráfico 37

Evolución de la tasa de interés de los títulos del Tesoro americano y del dólar frente al yen y el euro

Evolución de la tasa de rendimiento, nota del Tesoro a 2 años 2003-2004 1/



Evolución euro *vs.* dólar 2/



Evolución yen *vs.* dólar 3/

1/ La relación inversa entre precio y tasa de rendimiento implica que a medida que aumenta la tasa, disminuye el precio de un activo de renta fija.

2/ La cotización directa euro/dólar implica que el euro pierde valor a medida que se aproxima a cero.

3/ La cotización inversa dólar/yen implica que el yen pierde valor a medida que se aleja de cero.

Fuente: Bloomerg L.P.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

RECUADRO 3

LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y SU PROGRAMA DE ADMINISTRACIÓN EXTERNA

Desde 1994, el Banco de la República ha venido trabajando con un programa de administración externa de las reservas internacionales. El objetivo de este programa es generar valor agregado al portafolio de inversiones de las reservas mediante el uso de estrategias y activos, sobre los cuales el Banco tiene limitada capacidad interna para lograr buen provecho de ellas. En cambio, las firmas administradoras externas poseen la infraestructura y la experiencia en el manejo de este tipo de inversiones, al tiempo que tienen acceso a información relacionada con factores específicos de estos mercados.

La delegación de parte de las reservas internacionales netas (RIN) a las firmas administradoras se hace bajo unas reglas claramente definidas por el Banco de la República en términos del tipo de inversiones que el administrador puede realizar y sus montos máximos. Así mismo, el Banco define el presupuesto de riesgo que le entrega a cada administrador y un índice (portafolio teórico) de referencia para medir su gestión.

Este programa no es exclusivo del Banco de la República. Hay un número importante de bancos centrales alrededor del mundo que tienen programas similares. De acuerdo con un estudio elaborado por la Unión de Bancos Suizos (UBS), en el que se encuesta a un número de bancos centrales que representan el 78% del total de las reservas internacionales del mundo, el 70% de los encuestados respondió tener en la actualidad un programa de administración externa para sus reservas. De los bancos que no lo tienen, el 38% está pensando en contratarlo en el corto plazo.

Desde junio de 1994, el Banco ha contado con los servicios de J. P. Morgan Fleming Asset Management (inicialmente J. P. Morgan Investment Management) y Barclays Global Investors (inicialmente Barclays de Zoete Wedd). En 1999, el programa se amplió a un tercer administrador, Goldman Sachs Asset Management, y a partir de noviembre de 2002 se contrató a un cuarto administrador, Morgan Stanley Investment Management. Todas estas firmas son líderes de mercado en este campo.

Adicional a los beneficios intangibles, tales como la transferencia de conocimientos y de tecnología al Banco de la República, el programa ha permitido mejorar los rendi-

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

mientos de las reservas internacionales, utilidades que luego se trasladan al Gobierno nacional. Un cálculo aproximado indica que desde junio de 1994 el exceso de rendimiento frente a su índice de referencia obtenido por los administradores ha sido de US$67,1 millones (m), la tercera parte de las utilidades que se espera que este año generen las reservas internacionales. Teniendo en cuenta las comisiones pagadas por los servicios prestados, el exceso de rendimiento sobre el índice de referencia desde junio de 1994 ha sido de US$38,4 m.

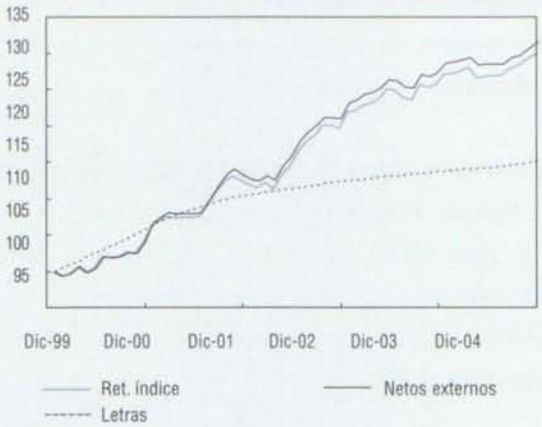
En términos de tasa anual, el hecho de contar con administradores externos le ha representado a la Nación una mejora en rendimientos desde 1994 de 0,20% al año y descontando comisiones, de 0,08% también al año.

Después de la experiencia adquirida en la administración de este tipo de programas, el Banco comenzó una nueva fase de delegación de fondos, modificando la estructura y aumentando así su eficiencia. Desde octubre de 2002 a enero de 2005, la mejora de los rendimientos ha sido de 0,28% al año, y teniendo en cuenta las comisiones, 0,19%. Sin la existencia de este programa, la Nación habría dejado de percibir desde octubre de 2002 US$21,4 m.

En el gráfico se presenta el rendimiento acumulado, desde el año 2000, de las letras del Tesoro a tres meses del Gobierno de los Estados Unidos, y se compara con el rendimiento del índice de referencia de los portafolios administrados externamente y con el rendimiento neto –excluyendo comisiones– de los portafolios administrados externamente. Se aprecia que el uso de administradores externos le ha generado valor a las reservas internacionales.

Gráfico R3.1

Rendimiento neto acumulado administradores externos



Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

VIII. Situación financiera del Banco de la República

A. Resultados en 2004

El estado de resultados del Banco de la República en 2004 presentó utilidades por $827,8 mm (Cuadro 25), producto de ingresos de $1.569 mm y egresos de $741,3 mm. Como se detallará más adelante en este informe, de estas utilidades se transfirieron $454 mm al Gobierno nacional en febrero pasado, una vez hechas las reservas que ordenan los estatutos del Banco.

Los ingresos se originaron principalmente en el rendimiento de las reservas internacionales, $834,9 mm (US$324,5 m). Otros ingresos que se destacan son: las valoraciones de TES, $322,0 mm, las comisiones recibidas por la prestación de servicios al sector financiero en desarrollo de las funciones como banquero de bancos, $135,8 mm, y el rendimiento de las compras transitorias de títulos, $131,3 mm.

Por su parte, los principales egresos fueron: la remuneración de las cuentas de depósito[17], $184,5 mm; la diferencia en cambio[18], $193,2 mm; los gastos de personal, $165,7 mm; el costo de emisión de especies monetarias, $70,8 mm, y los gastos generales, $43,6 mm.

El rendimiento de las reservas internacionales en el año 2004 fue inferior al de 2003. Esto se explica por: i) la desvalorización del portafolio por el incremento de las tasas de interés externas; ii) la menor ganancia por diferencial cambiario debido a una apreciación del euro, 7,79%, inferior a la del año anterior, 19,86%, y iii) la revaluación del peso frente al dólar, la cual reduce el valor en pesos de los rendimientos recibidos.

Con relación a los gastos se destaca la reducción de $51,5 mm en egresos netos de pensionados frente al año anterior, por efecto de: i) menores gastos, $36,1 mm, determinados por la reducción en las provisiones actuariales[19], y ii) mayores rendimientos del portafolio de los recursos correspondientes al cálculo actuarial, $15,4 mm, que obedecieron a la valorización del portafolio por cuenta de las menores tasas de interés. Cabe resaltar el favorable resultado de los gastos de personal, que crecieron 5,6% frente a los de 2003, y de los gastos generales, que descendieron 9,1% en el año.

---

17 Hace referencia a la remuneración del encaje y de depósitos del Gobierno nacional.

18 Se refiere a la desvaloración de activos denominados en M/E que no afectan las reservas internacionales, por la revaluación del peso frente al dólar de 14,1% a fin de período.

19 En cumplimiento de la Sentencia C-75 de agosto de 2004 de la Corte Constitucional, que declaró inexequible el artículo 4 de la Ley 860 de 2003, sobre el régimen de transición definido en la Ley 100 de 1993.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 25

Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 2003-2005

(Miles de millones de pesos)

Información hasta el 11 de marzo y la operación del Gobierno completa (*)

	Ejecución		Variación anual	Proyección	Variación anual
	2003	2004	observada (Porcentaje)	2005	estimada (Porcentaje)
I. Ingresos totales	2.031,8	1.569,0	(22,8)	1.114,7	(29,0)
1. Ingresos operacionales	1.990,7	1.551,7	(22,1)	1.109,1	(28,5)
Intereses y rendimientos	1.802,9	1.303,2	(27,7)	931,4	(28,5)
Reservas internacionales	1.326,9 *	834,9	(37,1)	541,9	(35,1)
Líneas externas	4,5	0,6	(87,0)	0,2	(73,5)
Valoración de TES «A» a precios de mercado	7,7	0,0	(100,0)		
Val. de TES por Oper. de Expans. monetaria	340,8	322,0	(5,5)	356,7	10,8
Val. Bonos Capit. banca pública y TES L. 546	8,2	7,0	(14,8)	4,8	(31,2)
Compra transitoria de títulos y cupos	105,6	131,3	24,3	23,4	(82,2)
Otros	9,3	7,5	(18,5)	4,5	(39,8)
Comisiones	121,9	135,8	11,4	94,6	(30,3)
Servicios bancarios y negocios fiduciarios	91,0	101,9	12,0	94,6	(7,1)
Manejo de divisas	27,4	24,1	(11,8)		(100,0)
Otros	3,5	9,8	177,2		(100,0)
Diferencias en cambio	22,3	49,3	121,0	2,2	(95,5)
Moneda emitida y metales preciosos	21,3	38,3	79,4	58,7	53,4
Otros	22,3	25,1	12,8	22,2	(11,5)
2. Ingresos no operacionales	41,1	17,3	(57,8)	5,6	(67,9)
II. Egresos totales	584,3	741,3	26,9	897,9	21,1
Intereses y rendimientos	152,3	225,4	48,0	251,9	11,8
Cuentas de depósito	103,9	184,5	77,4	223,3	21,1
Venta transitoria de títulos	9,8	9,3	(4,5)		(100,0)
Líneas externas, títulos canjeables y otros	9,1	5,4	(40,7)		(100,0)
Gastos de Admón. de reservas internacionales	29,4	26,2		28,6	9,2
Comisiones y honorarios	3,0	3,5	18,3	2,0	(44,6)
Diferencias en cambio	42,2	193,2	358,3	19,5	(89,9)
Organismos internacionales	18,8	191,1	917,2	18,2	(90,5)
Líneas externas	20,2	2,1	(89,5)		(100,0)
Otros	3,2		(100,0)	1,3	
Costo de emisión especies monetarias	89,6	70,8	(20,9)	179,9	154,1
Gastos de personal	156,9	165,7	5,6	179,7	8,4
Pensiones de jubilación	28,2	(23,3)	(182,8)	137,6	
Gastos generales	48,0	43,6	(9,1)	46,6	6,9
Impuestos	5,0	6,1	21,7	6,3	3,6
Seguros	10,5	9,2	(12,6)	10,1	10,1
Contribuciones	2,9	4,2	46,2	4,6	8,8
Gastos culturales	6,6	6,6	(1,3)	7,6	16,4
Provisiones, depreciaciones y amortizaciones	28,1	27,7	(1,1)	40,6	46,4
Egresos operacionales y no operacionales	11,1	8,5	(23,2)	11,4	33,7
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	1.447,4	827,8	(42,8)	216,7	(73,8)

(*) Incluye venta de divisas por US$1.250 m al Gobierno y compra de TES por su equivalente en pesos.

Fuente: Banco de la República

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

B. Constitución de reservas y distribución

De acuerdo con los estatutos del Banco de la República, la JDBR dispuso distribuir en el presente año recursos por $840,1 mm, originados en las utilidades obtenidas en el ejercicio, $827,8 mm, y en la utilización de parte de las reservas acumuladas para protección de activos, $12,3 mm. Como ya se mencionó, descontadas las reservas legales y estatutarias, se entregaron al Gobierno nacional $454 mm.

En el Cuadro 26 se presenta el detalle de la distribución de utilidades y utilización de reservas para el año 2004.

De esta forma, el saldo de las reservas patrimoniales es el siguiente: i) reserva para fluctuación de monedas, $1.768,0 mm[20], ii) reserva para protección de activos, $93,1 mm, y iii) reservas de resultados cambiarios, $6,6 mm. Conforme a lo previsto en los estatutos, no se constituyó la reserva para estabilización monetaria y cambiaria, debido a que no se proyectan pérdidas para los próximos dos años.

C. Balance

Los activos del Banco de la República totalizaron $41.846,0 mm, con una disminución anual de $1.861,7 mm (4,3%) (Cuadro 27). La reducción se explica principalmente por: i) liquidación de inversiones por $2.217,4 mm, al pasar de $3.201,4 mm en 2003 a $984,0 mm en 2004, originada por la venta de TES y los vencimientos de cupones y principal; ii) menor demanda

Cuadro 26

Distribución de utilidades de 2004 y utilización de reservas del Banco de la República

(Miles de millones de pesos)

I. Recursos por distribuir	**840,1**
a) Utilidades 2003	827,8
b) Utilización de reservas para protección de activos	12,3
II. Asignación	**840,1**
a) Gobierno Nacional	454,0
b) Reserva para fluctuación de monedas	349,4
c) Inversión neta en bienes para la actividad cultural	30,2
d) Resultados cambiarios	6,6

Fuente: Banco de la República.

[20] Recursos destinados a cubrir eventuales pérdidas por la fluctuación de las tasas de cambio del dólar frente a las otras divisas que componen las reservas internacionales.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 27

Balance del Banco de la República - Resultados de 2003-2004

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre saldos	2003 Participación porcentual	Diciembre saldos	2004 Participación porcentual
Activos	**43.707,7**	**100,0**	**41.846,0**	**100,0**
Reservas internacionales brutas	30.658,4	70,1	32.356,9	77,3
Aportes en organismos internacionales	3.253,9	7,4	3.007,1	7,2
Inversiones	3.201,4	7,3	984,0	2,4
Sector público deuda consolidada	81,4	0,2		0,0
Sector público regulación monetaria	3.061,0	7,0	928,0	2,2
Bonos capitalización banca pública y otros	59,1	0,1	56,1	0,1
Cartera de créditos	85,1	0,2	4,1	0,0
Sector público Gobierno nacional	2,8	0,0	2,4	0,0
Bancos	0,1	0,0		0,0
Corporaciones financieras	5,1	0,0	2,8	0,0
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del sistema financiero	79,2	0,2		0,0
Otros créditos	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisión	(2,0)		(1,1)	(0,0)
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	3.597,9	8,2	2.511,8	6,0
Cuentas por cobrar	104,4	0,2	47,5	0,1
Otros activos netos	2.806,5	6,4	2.934,5	7,0
Pasivo y patrimonio	**43.707,7**	**100,0**	**41.846,0**	**100,0**
Pasivo	**20.762,8**	**47,5**	**23.823,6**	**56,9**
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	16,2	0,0	9,8	0,0
Base monetaria	16.614,6	38,0	19.261,6	46,0
Billetes en circulación	14.398,3	32,9	16.278,6	38,9
Moneda de tesorería	372,4	0,9	409,5	1,0
Depósitos para encaje bancos	1.694,1	3,9	2.379,7	5,7
Depósitos en Cta. Cte. resto Sec. Financ.	149,8	0,3	193,8	0,5
Otros depósitos	72,2	0,2	49,0	0,1
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	46,0	0,1	1.062,0	2,5
Obligac. organismos internacionales	2.643,5	6,0	2.482,6	5,9
Pasivos por líneas externas	184,1	0,4		0,0
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	28,5	0,1	0,3	0,0
Repos de contracción	28,0	0,1		0,0
Certificados de cambio	0,0	0,0	0,0	0,0
Tít. en Div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J. D.	0,4	0,0	0,3	0,0
Otros	0,1	0,0	0,0	0,0
Cuentas por pagar	42,6	0,1	48,6	0,1
Otros pasivos	1.115,1	2,6	909,7	2,2
Patrimonio total	**22.944,9**	**52,5**	**18.022,3**	**43,1**
Capital	12,7	0,0	12,7	0,0
Reservas	893,2	2,0	1.524,1	3,6
Superávit patrimonial	19.553,4	44,7	14.623,9	34,9
Liquidación CEC	453,5	1,0	453,5	1,1
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	19.054,9	43,6	14.111,8	33,7
Otros	45,0	0,1	58,7	0,1
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	1.038,2	2,4	1.033,8	2,5
Resultados	1.447,4	3,3	827,8	2,0
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.447,4	3,3	827,8	2,0

Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

de Repos del sistema financiero, $1.086,1 mm; iii) desvalorización de los aportes en organismos internacionales como resultado de la apreciación del peso frente al dólar, $246,8 mm. Los principales incrementos en el activo se presentaron en: a) las reservas internacionales, $1.698,5 mm, y b) los otros activos netos, $128,0 mm. La variación de las reservas internacionales correspondió al efecto combinado de acumulación de reservas brutas, US$2.617,4 m, y una disminución del valor en pesos, $4.943,1 mm, por la apreciación del peso frente al dólar.

Los pasivos alcanzaron $23.823,6 mm, con un incremento anual de $3.060,8 mm. El mayor nivel obedeció al crecimiento de la base monetaria en $2.647,0 mm (15,9%) y de los depósitos del Gobierno, $1.016,0 mm. Por otro lado, los pasivos por líneas externas se cancelaron en su totalidad, $184,1 mm, y las obligaciones con organismos internacionales descendieron en $160,9 mm, por cuenta de la apreciación del peso.

El valor del patrimonio fue de $18.022,3 mm, con una disminución en el año de $4.922,6 mm. Esta reducción puede resultar paradójica ante los niveles de utilidades y de reservas constituidas. La razón principal de este resultado radica en la apreciación del peso frente al dólar, la cual implicó una reducción de los activos de reserva, en términos de pesos, de $4.943,1 mm, cuya contrapartida se refleja en la reducción del superávit por ajuste de cambio en el patrimonio[21].

D. Proyección de ingresos y gastos para el año 2005

Para el presente año se estiman ingresos totales de $1.114,7 mm y egresos de $897,9 mm, por lo cual se proyectan utilidades de $216,7 mm.

Las principales fuentes de ingresos serían los intereses y rendimientos de las reservas internacionales, $541,9 mm, la valoración del portafolio de TES adquirido por el Banco de la República, $356,7 mm, y las comisiones recibidas, $94,6 mm. La disminución de los rendimientos de las reservas internacionales, frente a períodos anteriores, se explica por: i) las expectativas de un alza en las tasas de interés del mercado internacional en el curso del presente año, fenómeno que provocaría una desvalorización del portafolio de reservas, a pesar de la disminución en la duración del portafolio descrita en el capítulo VIII, ii) no se incorporan los posibles efectos por variación en

[21] El artículo 26 de la Ley 31 de 1992, y el artículo 62, numeral 4, de los estatutos, consagran que las reservas internacionales deberán contabilizarse a precios de mercado, y el ajuste de cambio ocasionado por la devaluación de la tasa de cambio del peso con respecto al dólar de los Estados Unidos de América deberá contabilizarse como superávit patrimonial. El ajuste de cambio por revaluación se aplicará a ese superávit.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

las tasas de cambio de las monedas del portafolio de reservas[22]. Los ingresos esperados por cuenta de las reservas internacionales están sujetos a las incertidumbres referentes al comportamiento de las tasas de cambio del dólar frente al euro y al yen.

La proyección de egresos asciende a $897,9 mm, superior en $156,6 mm (21,1%), con respecto a 2004. Entre ellos los principales son:

1. La remuneración de las cuentas de depósito, $223,3 mm, con un crecimiento de 21,1% que obedece a las necesidades de contracción monetaria para compensar parcialmente la compra que se ha realizado de reservas internacionales. Se destaca que buena parte de este egreso se hace remunerando la cuenta de depósito de la Tesorería General.

2. El costo de emisión de especies monetarias, $179,9 mm, con un crecimiento del 154% de acuerdo con el programa de producción de monedas para el año. Este cálculo incluye $70 mm como resultado de la destrucción de moneda, egreso que se compensará en el momento de la distribución de las utilidades dado que se usa de manera automática la reserva de protección de activos constituida por la JDBR en años pasados para cubrir este gasto.

3. Los gastos de personal, $179,7 mm, con un crecimiento proyectado del 8,4% que refleja los compromisos de la convención colectiva. Al igual que en años pasados, se espera que este rubro al final del año tenga un comportamiento inferior al proyectado como resultado del número de personas que opten por la pensión y la política de austeridad que viene adelantando el Banco y que ha permitido reducir su planta de personal.

4. Los gastos de pensiones de jubilación, $137,6 mm, arrojan un incremento de $160,9 mm frente al año precedente. Lo anterior debido, de un lado, a la proyección de provisiones en 2005 por $85,8 mm, frente a $1 mm registradas en 2004[23], y de otro, a los rendimientos estimados del portafolio de los recursos para pensiones por $126,3 mm, frente a $181,0 mm causados en el año anterior. El menor rendimiento se da

---

[22] Cabe anotar que en 2004 la devaluación del dólar frente a las otras monedas representó un mayor rendimiento de las reservas internacionales por US$139,3 m. El cálculo del rendimiento de las reservas internacionales se realizó con información observada hasta enero 31 de 2005.

[23] Como ya se mencionó, el bajo nivel de las provisiones en 2004 se dio en cumplimiento de lo ordenado por la Corte Constitucional respecto a los regímenes de transición en su Sentencia C-75 de agosto de 2004.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

como resultado de proyectar la valoración del mencionado portafolio con las tasas de interés de negociación de los títulos al cierre de 2004, sin incluir valorizaciones del portafolio por cuenta de cambios en las tasas de interés, las cuales contribuyeron a explicar el rendimiento de 2004, y

5. Los gastos generales, $46,6 mm, cuyo incremento, 6,9%, se justifica por los gastos asociados con la reubicación y puesta en funcionamiento de la Central de Efectivo.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.