

BANCO DE LA REPÚBLICA

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA

JULIO DE 2004





INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA

JULIO DE 2004

BANCO DE LA REPÚBLICA

ISSN - 1657 - 799X

CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN	9
II. POLÍTICA MACROECONÓMICA	12
A. LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO Y LA INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO	12
B. INTERVENCIÓN CAMBIARIA Y EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO	13
C. LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN 2004	16
D. POLÍTICA FISCAL	31
E. ACUERDO CON EL FMI	35
III. INFLACIÓN, ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO	37
A. INFLACIÓN	38
B. ACTIVIDAD ECONÓMICA	47
C. EMPLEO	46
D. BALANZA DE PAGOS	48
RECUADRO 1. EL SALARIO MÍNIMO COMO INSTRUMENTO REDISTRIBUTIVO	54
RECUADRO 2. EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE EL EFECTO REDISTRIBUTIVO DEL SALARIO MÍNIMO	56
IV. EL NIVEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	59
A. EL NIVEL ACTUAL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y CRITERIOS DE SU ADMINISTRACIÓN	59
B. INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA	64
RECUADRO 3. FACTORES QUE AFECTAN EL PRECIO DE UN ACTIVO DE RENTA FIJA	65
V. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA	67
A. RESULTADOS EN JUNIO DE 2004	67
B. PROYECCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS PARA EL AÑO 2004	69

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

II. POLÍTICA MACROECONÓMICA

Gráfico 1	Intervención cambiaria neta del Banco de la República y desviación de la TRM de su promedio móvil de orden 20, Dic., 1999-Jul., 2004	15
Gráfico 2	Tasas interbancaria y de intervención del Banco de la República	19
Gráfico 3	Tasas de interés nominal y real de captación	20
Gráfico 4	Tasas de interés de colocación real	20
Gráfico 5	Curva cero cupón TES - Tasa fija	21
Gráfico 6	Base monetaria y sus usos	
	Tasas de crecimiento anual del promedio mensual	23
Gráfico 7	M1 y sus componentes	
	Tasas de crecimiento anual del promedio mensual	25
Gráfico 8	Cartera bruta real en moneda nacional + moneda extranjera total, por tipo de cartera	25
Gráfico 9	Indicador de calidad de cartera (vencida / bruta)	25
Gráfico 10	Relación de solvencia - establecimientos de crédito	25
Gráfico 11	PSE y sus componentes	
	Tasas de crecimiento anual del promedio mensual	25
Gráfico 12	Evolución de la tasa de cambio, 2004	28
Gráfico 13	Índice EMBI+ y de la tasa de cambio, 2004	29
Gráfico 14	Índice de la tasa de cambio real: comercio no tradicional (ITCR IPP-IPC) y con terceros países (ITCR-C)	29
Gráfico 15	ITCR bilateral de Colombia frente a los Estados Unidos, según IPP e IPC	31
Cuadro 1	Intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario	14
Cuadro 2	Tasas interbancaria y de intervención del Banco de la República	19
Cuadro 3	Agregados monetarios	
	Variación porcentual anual del promedio mensual de datos semanales	22
Cuadro 4	Fuentes de la base monetaria, 1999-2004	23
Cuadro 5	Portafolio financiero del sector real	26
Cuadro 6	Principales captaciones de los establecimientos de crédito	27
Cuadro 7	Cartera bruta ajustada y sin ajustar	28
Cuadro 8	Flujos cambiarios del sector real	30
Cuadro 9	Sector público consolidado	
	Balance fiscal primer trimestre Déficit (-) o Superávit (+)	31
Cuadro 10	Gobierno nacional central	
	Balance fiscal primer trimestre	33

Cuadro 11	Sector público consolidado Balance fiscal, 2003-2004 Déficit (-) o Superávit (+)	34
Cuadro 12	Programa con el Fondo Monetario Internacional	36

III. POLÍTICA MACROECONÓMICA

Gráfico 16	Indicadores de inflación básica	40
Gráfico 17	Inflación anual IPC	40
Gráfico 18	Expectativas de inflación	40
Gráfico 19	Exportaciones totales	43
Gráfico 20	Exportaciones no tradicionales industriales	44
Gráfico 21	Tasa de desempleo Promedio móvil de orden 3	46
Gráfico 22	Creación de empleo, 13 ciudades Promedio móvil de orden 3	47
Gráfico 23	Total de afiliados al régimen de ahorro individual con solidaridad	47
Cuadro 13	Indicadores de inflación a junio	39
Cuadro 14	Crecimiento anual del PIB por el lado de la demanda	42
Cuadro 15	Crecimiento anual del PIB sectorial con cultivos ilícitos	45
Cuadro 16	Proyecciones de crecimiento, 2004	46
Cuadro 17	Tasas de ocupación, desocupación y subempleos	47
Cuadro 18	Balanza de pagos de Colombia - Resumen	49
Cuadro 19	Exportaciones FOB Según principales productos y sectores económicos	50
Cuadro 20	Valor en dólares de las exportaciones de Colombia, por país de destino	51
Cuadro 21	Importaciones (FOB), según destino económico	52

IV. EL NIVEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Gráfico 24	Tasa de rendimiento acumulado reservas vs Tasa libre de riesgo en dólares	61
Gráfico 25	Rendimientos reservas internacionales, 2000-2003	62
Gráfico 26	Comportamiento de la tasa de interés de los títulos del Tesoro americano y del dólar frente al yen y el euro en los Estados Unidos, 2004	63
Cuadro 22	Principales componentes de las reservas internacionales	60
Cuadro 23	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	65

V. SITUACION FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Cuadro 24	Balance del Banco de la República - Resultados de 2003-2004	68
Cuadro 25	Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 2003-2004	70

JUNTA DIRECTIVA

PRESIDENTE

Alberto Carrasquilla Barrera

Ministro de Hacienda y Crédito Público

DIRECTORES

Sergio Clavijo Vergara

Juan José Echavarría Soto

Salomón Kalmanovitz Krauter

Fernando Tenjo Galarza

Leonardo Villar Gómez

GERENTE GENERAL

Miguel Urrutia Montoya

Bogotá, D. C., julio 29 de 2004

Señores
Presidentes y demás miembros
Honorables Comisiones Terceras
Constitucionales permanentes
Senado de la República
Cámara de Representantes
Ciudad.

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos en lo transcurrido del año 2004. También, se presentan las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. En la última sección se informa sobre la composición de las reservas internacionales y las proyecciones de la situación financiera del Banco de la República.

Con un atento saludo,



Miguel Urrutia Montoya
Gerente General

I. INTRODUCCIÓN

La combinación de las políticas macroeconómicas que se vienen aplicando en Colombia desde finales de 2003 contribuyó decisivamente para que el cambio en las perspectivas de los mercados financieros internacionales no perjudicara el dinamismo que caracteriza a la economía colombiana en la actualidad.

El Informe que hoy se entrega al Honorable Congreso de la República presenta la situación de la economía colombiana en los primeros meses del año y sus perspectivas para lo que resta de 2004. La actividad económica mantiene su dinamismo. Según cifras del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el crecimiento del producto interno bruto (PIB) en el primer trimestre del año fue de 4,08% y de 4,24% sin incluir cultivos ilícitos. Se destacan por su evolución sectores como la construcción (12,1%), el comercio (5,8%) y la industria (4,4%). La agricultura, sin relacionar cultivos ilícitos, creció 4,03%. El entorno externo continúa siendo favorable para Colombia y la región por la evolución en la demanda de productos de exportación, la mejora en los términos de intercambio y la afluencia de capitales. Sin embargo, recientemente hubo cambios en los mercados financieros internacionales, los cuales anticiparon el alza en la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), situación que se reflejó en una alta volatilidad de los mercados bursátil, financiero y cambiario del país.

En el capítulo II de este Informe se describe la estrategia de intervención cambiaria del Banco de la República en el marco del esquema de inflación objetivo. Se señala que la combinación de las políticas macroeconómicas que se vienen aplicando en Colombia desde finales de 2003 contribuyó decisivamente para que el cambio en las perspectivas de los mercados financieros internacionales no perjudicara el dinamismo que caracteriza a la economía colombiana en la actualidad. Las políticas monetaria y cambiaria adelantadas por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en estos meses estuvieron basadas en el diagnóstico de que las bajas tasas de interés externas eran transitorias. La posible reversión de las tendencias de los flujos de capital hacia el futuro justificaba, por lo tanto, una intervención en el mercado cambiario con el fin de acumular reservas internacionales y suavizar la volatilidad de la tasa de cambio. Por ello se estableció una estrategia que se basó, por un lado, en compras de un monto importante de divisas, y por otro, en la reducción moderada -en dos ocasiones- de las tasas de intervención del Banco de la República, dado que las tendencias de la inflación sugerían que había espacio para ello.

La situación laboral en Colombia ha continuado de la mano de la recuperación de la actividad productiva...

En el frente fiscal, las cuentas han evolucionado acordes con lo programado a comienzos del año y se espera que al cierre de 2004 se cumpla la meta de déficit del sector público consolidado de 2,5% del PIB. Para el mediano plazo, se deberán seguir haciendo ajustes con miras a lograr la sostenibilidad fiscal del país y la reducción de la deuda pública como proporción del PIB, a lo cual contribuiría significativamente la aprobación de las reformas pensional, tributaria y de modernización del Estatuto Orgánico del Presupuesto.

De otro lado, en el capítulo III se muestra que las perspectivas de la economía para el resto del año son positivas. Se espera que la tasa de crecimiento esté cerca del 4,0%, superior a la que se proyectaba en el último *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* (3,8%). A pesar de la volatilidad de los mercados financieros, el entorno externo continuará siendo favorable, por lo que se espera que la demanda externa continúe aumentando y que se mantengan los altos niveles observados en los términos de intercambio. Además, el financiamiento externo del sector público para el presente año se encuentra asegurado con la reciente decisión del Gobierno Nacional de utilizar los US\$500 millones (m) de reservas internacionales que el Banco había dispuesto desde noviembre del año anterior para sustituir las emisiones de bonos externos que se tenían programadas por ese valor. En estas circunstancias, las actuales proyecciones del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se han reducido con respecto a lo que se preveía en el Informe al Congreso de marzo de 2004, ya que se espera un déficit de cuenta corriente de 1,8% del PIB frente a 2,6%. Esto como resultado de un aumento de 11,9% en las importaciones y de 14,5% en las exportaciones. En ese mismo capítulo se muestra que, aunque la tasa anual de inflación puede aumentar en el tercer trimestre del año, las proyecciones son favorables, ya que seguramente ésta se ubicará en el rango-meta fijado entre 5% y 6% al final de 2004.

No obstante, una mayor recuperación del empleo y una reducción aún mayor del desempleo requieren que el proceso de expansión de la economía continúe profundizándose.

Por su parte, el mejoramiento de la situación laboral en Colombia ha continuado de la mano de la recuperación de la actividad productiva. En efecto, la expansión económica ha permitido un incremento tanto en los niveles como en la calidad del empleo, como lo sugiere la reciente disminución en cerca de 1,0 punto porcentual (pp) del desempleo en las 13 grandes ciudades para el mes de mayo. No obstante, una mayor recuperación del empleo y una reducción aún mayor del desempleo requieren que el proceso de expansión de la economía continúe profundizándose.

Al final del capítulo III se presentan los resultados de una investigación llevada a cabo en el Banco de la República sobre la incidencia del salario mínimo en la distribución del ingreso en Colombia. Se muestra que la existencia de un salario mínimo tiene un efecto benéfico sobre quienes ganan este salario, pero acarrea efectos negativos sobre quienes perciben ingresos inferiores al mínimo, entre los cuales se ubican desempleados o subempleados, que ven disminuidas las posibilidades de conseguir un empleo formal.

En el capítulo IV se aborda el tema del manejo de las reservas internacionales de Colombia en los primeros meses del año. Se muestra que, a pesar de la acumulación

de las reservas, los indicadores de vulnerabilidad externa del país aún se encuentran en niveles cercanos a sus valores críticos.

En el capítulo V se muestra que las utilidades proyectadas para 2004 son de \$140,3 miles de millones (mm), inferiores a las registradas en 2003 y a las proyectadas en marzo anterior. Esto se debe a la desvalorización del portafolio de reservas internacionales observada al mes de junio, la cual fue generada tanto por el aumento en las tasas de interés internacionales como por el fortalecimiento del dólar frente a monedas como el euro y el yen, así como por el descenso en el precio internacional del oro. Si bien la proyección del rendimiento de reservas para el año supone un bajo rendimiento del portafolio, existen riesgos no despreciables por movimientos imprevistos en el valor de otras monedas frente al dólar o en el precio del oro, que pueden incidir en los estados financieros del Banco al finalizar el año.

Cabe recordar que el Banco de la República dispone de una reserva para absorber posibles pérdidas cambiarias, originadas en la variación del dólar frente a las demás monedas. Esta reserva aumenta cuando se generan utilidades por el mayor valor neto de los activos y pasivos en moneda extranjera, originado en las variaciones cambiarias ocurridas entre el dólar de los Estados Unidos y las demás monedas de reserva, o disminuye en caso que se generen pérdidas por dicho concepto. Por lo tanto, existe la posibilidad que, aun si en 2004 el Banco de la República llegara a generar pérdidas por efecto de desvalorizaciones cambiarias, éstas puedan ser cubiertas contra la reserva existente.

A pesar de la acumulación de las reservas, los indicadores de vulnerabilidad externa del país aún se encuentran en niveles cercanos a sus valores críticos.

II. POLÍTICA MACROECONÓMICA

Las economías emergentes se encuentran más expuestas a choques externos de financiamiento y términos de intercambio que otros países más desarrollados, fenómeno asociado en parte, a la falta de profundidad de sus sistemas financieros. La literatura reciente muestra que en la mayoría de las economías emergentes las intervenciones cambiarias permiten moderar los efectos de esos choques externos sobre el mercado cambiario.

La política monetaria en Colombia se rige por un esquema de meta de inflación. En dicho esquema, el objetivo primario es alcanzar tasas bajas de inflación y buscar la estabilidad del crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo. Por lo tanto, la política monetaria combina la meta de estabilidad de precios con el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo.

A. LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO Y LA INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO

La estrategia de inflación objetivo en Colombia se ha combinado con intervenciones en el mercado cambiario por parte del Banco de la República como mecanismo complementario para evitar volatilidad en el crecimiento económico y en la tasa de cambio real. También ha sido necesario intervenir en este mercado para alcanzar un nivel de reservas internacionales suficiente para que el país pueda enfrentar con éxito los choques externos a los que está expuesto. El manejo de la estrategia de inflación objetivo se facilita bajo un régimen de tasa de cambio flexible. Como se sabe, las economías emergentes se encuentran más expuestas a choques externos de financiamiento y términos de intercambio que otros países más desarrollados, fenómeno asociado en parte, a la falta de profundidad de sus sistemas financieros. La literatura reciente muestra que en la mayoría de las economías emergentes las intervenciones cambiarias permiten moderar los efectos de esos choques externos sobre el mercado cambiario. Esto es especialmente válido si tales choques amenazan el cumplimiento de las metas de inflación en el corto y mediano plazos, o si resulta conveniente aumentar el acervo de reservas internacionales para generar mayor confianza y credibilidad en la economía.

Las autoridades económicas de países como Colombia, que complementan su estrategia de inflación objetivo con intervenciones esporádicas en el mercado

cambiario, deben cuidar que estas acciones sean compatibles con la política monetaria y que las señales que se envíen a los agentes económicos sean coherentes. En este sentido, para que las intervenciones en el mercado cambiario sean consistentes con la estrategia de inflación objetivo se deben observar los siguientes principios básicos:

- ✘ La tasa de interés es el principal instrumento de la política monetaria y se debe manejar en función de las perspectivas de inflación.
- ✘ Las intervenciones en el mercado cambiario deben apoyar la política de tasas de interés de intervención y no contrarrestarla.
- ✘ Las intervenciones en el mercado cambiario son una herramienta complementaria de la política de tasas de interés y de la estrategia de inflación objetivo, y no deben tener como fin un determinado nivel de la tasa de cambio. Su utilización, además, debe moderar choques del propio mercado cambiario.
- ✘ Mediante las intervenciones cambiarias los países pueden acumular reservas internacionales que les ayuden a fortalecer la posición externa del país.

Las intervenciones en el mercado cambiario son una herramienta complementaria de la política de tasas de interés y de la estrategia de inflación objetivo, y no deben tener como fin un determinado nivel de la tasa de cambio.

B. LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA Y EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO

Desde que en Colombia se adoptó un régimen de flotación cambiaria en 1999, el Banco de la República ha intervenido en el mercado cambiario en diversas ocasiones. Lo ha hecho para evitar una excesiva volatilidad a través de un mecanismo diseñado expresamente para ello, como son las opciones de volatilidad. También ha intervenido para acumular reservas internacionales en períodos de excesiva apreciación cambiaria, como en el año 2001 y entre finales de 2003 y comienzos de 2004. Así mismo, lo ha hecho buscando morigerar una excesiva devaluación del peso que amenazaba el cumplimiento de las metas de inflación, como ocurrió a finales de 2002. En conjunto, ha sido mayor el número de intervenciones a través de subastas que ha efectuado el Banco -y que se han ejercido- para acumular reservas internacionales en épocas de apreciación, que las que han estado dirigidas a desacumular reservas.

Como se observa en el Cuadro 1, entre diciembre de 1999 y julio de 2004 el Banco de la República ha intervenido en el mercado cambiario en 50 oportunidades. Se han efectuado 44 subastas de opciones de acumulación de reservas internacionales, tres subastas de opciones de desacumulación de reservas, y tres subastas de opciones de desacumulación para el control de la volatilidad del tipo de cambio. A través del mecanismo de subastas, los agentes participantes que compran la opción adquieren con ella el derecho a vender o a comprar, al Banco de la República, un monto determinado de divisas, siempre y cuando estén dadas las

INTERVENCIONES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL MERCADO CAMBIARIO
(DICIEMBRE DE 1999 - JULIO DE 2004)

	Opciones de acumulación de reservas internacionales (Opciones <i>put</i>)	Opciones de desacumulación de reservas internacionales (Opciones <i>call</i>)	Opciones <i>call</i> para control de la volatilidad 1/
Regla de disparo	TRM < PM20 de la TRM 2/	TRM > PM20 TRM 2/	TRM > 104% del PM20 TRM 2/
Número de subastas	44	3	3
Rango de subasta	Entre US\$30 m y US\$250 m	US\$200 m	US\$180 m
Cantidad subastada (acumulado)	US\$4.325 m	US\$600 m	US\$540 m
Cantidad ejercida (acumulado)	US\$2.505 m	US\$345 m	US\$414 m
Cantidad ejercida / Reservas internacionales netas (RIN)	21,2%	2,9%	3,5%
RIN al 12 de julio de 2004: US\$11.828 m			

PM20: Promedio móvil de orden 20.

1/ Hasta la fecha no se han realizado opciones *put* para el control de la volatilidad, cuya regla de disparo está en que la TRM < 104% del PM20 TRM.

2/ Promedio móvil de la TRM de los últimos 20 días hábiles.

Fuente: Banco de la República.

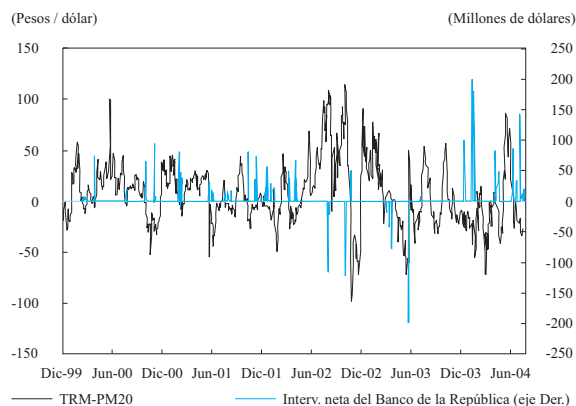
condiciones de ejercicio de la opción¹. Es importante recordar que durante el período de vigencia de una opción (generalmente un mes calendario, o el plazo que se determine en la convocatoria) la condición de ejercicio puede o no estar habilitada. Incluso, aún cuando dicha condición esté habilitada, los tenedores de la opción tienen plena libertad de ejercerla, lo cual, entre otros factores, depende de sus expectativas cambiarias. Esto ayuda a explicar por qué los montos totales subastados por el Banco de la República no se ejercen en su totalidad. Por ejemplo, durante el período de análisis se subastaron opciones de acumulación de reservas internacionales por un valor total de US\$4.325 m, de los cuales solamente se ejercieron el 56% (US\$2.505 m).

Todas estas intervenciones se ejecutaron bajo criterios claramente definidos y de conocimiento público, tratando de mantener la esencia del sistema de flotación y sin buscar alcanzar o mantener un nivel particular de la tasa de cambio.

El Gráfico 1 presenta, desde diciembre de 1999, los valores de desviación de la tasa representativa del mercado (TRM) respecto de su promedio móvil de orden 20 y las operaciones de intervención del Banco. Se observa que existe una relación entre el comportamiento cambiario y las intervenciones del Banco. Todas las intervenciones han sido en momentos en que la tasa de cambio ha mostrado com-

¹ Para que las opciones puedan ser ejercidas por parte de su tenedor, el Banco de la República estableció unas reglas claras desde el momento en que se diseñó el mecanismo. De esta manera, la condición de ejercicio de las opciones de acumulación se activa cuando la tasa representativa del mercado (TRM) del día se ubica por debajo del promedio móvil de los últimos 20 días. En el caso de las opciones de desacumulación (*call*), la condición de activación se produce el día en que la TRM se ubica por encima de su respectivo promedio móvil de orden 20. Además, de acuerdo con las reglas de intervención del Banco, las opciones de volatilidad se activan automáticamente cuando la TRM supera en 4% su promedio móvil de orden 20 (opciones *call*) o está por debajo de éste 4% o más (opciones *put*). Un mayor detalle sobre los mecanismos de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, se encuentra en su página web en la siguiente dirección electrónica:
http://www.banrep.gov.co/opmonet/intervencion/e_mecintbcorep.pdf

**INTERVENCIÓN CAMBIARIA NETA
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA Y DESVIACIÓN
DE LA TRM DE SU PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 20,
DIC., 1999-JUL., 2004**



Fuente: Banco de la República.

portamientos de tipo transitorio y coyuntural, que luego se han revertido. Nótese que las intervenciones del Banco de ninguna manera refuerzan alguna tendencia del tipo de cambio. Es decir, no se convocan subastas de acumulación cuando la tasa de cambio se está depreciando, ni tampoco se desacumulan reservas internacionales en eventos de apreciación.

Entre 1999 y 2001 se compraron reservas internacionales con el ánimo de recomponer el acervo que había sido drenado por la pérdida de confianza y la crisis económica en 1999. Entre marzo y mayo de 2003 el Banco desacumuló reservas internacionales a través de opciones de desacumulación, dado que los modelos mostraban que la inflación proyectada para ese año excedía a la meta de inflación, como resultado del aumento excesivo del tipo de cambio que se había observado desde mediados de 2002. Entre diciembre de 2003 y lo transcurrido de 2004 se ha observado un período de apreciación cambiaria en el cual el Banco ha realizado operaciones de intervención para acumulación de reservas internacionales.

La estrategia de acumulación de reservas internacionales reconoce que el país posee un grado de vulnerabilidad externa que hace necesario tener un acervo mayor de las mismas. En el informe presentado por la JDBR al Congreso de la República en marzo del presente año, se explicó que Colombia posee un acervo de reservas internacionales que, aunque cercano a su nivel óptimo, no es aún suficiente para enfrentar una crisis externa de magnitud media². De dicho análisis se desprende la disposición a entregar al Gobierno reservas internacionales por un monto máximo de US\$500 m.

No obstante lo anterior, el Banco de la República ha estimado prudente continuar acumulando reservas internacionales, dado que considera que la vulnerabilidad externa del país es ahora mayor que la que era en diciembre del año anterior. Esto en razón a que, junto con la apreciación de la tasa de cambio, han ingresado montos importantes de capital a la economía, los cuales pueden revertirse rápidamente ante un cambio en el entorno internacional, y con ellos la tendencia del tipo de cambio. Como se mencionó en el informe pasado, estos cambios abruptos suelen ocurrir y son frecuentes después de incrementos importantes en los flujos externos de capital. Por lo tanto, la decisión de acumulación de reservas supone que la actual apreciación es un fenómeno transitorio cuya reversión puede implicar una corrección abrupta que genere mayor inflación futura y menor actividad productiva, si no se tiene el nivel de reservas que permita suavizar dichos movimientos.

² Este tema se expuso en mayor detalle en las pp. 67 y 68 del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, en marzo de 2004.

En la medida que un país supera sus dificultades fiscales y cuenta con estabilidad macroeconómica, disminuye su necesidad de acumular reservas internacionales.

En la medida que un país supera sus dificultades fiscales y cuenta con estabilidad macroeconómica, disminuye su necesidad de acumular reservas internacionales. Esto siempre y cuando la mayor estabilidad se manifieste en un alto grado de credibilidad por parte de los agentes tanto externos como internos, lo cual se expresa en un aumento del grado de calificación por parte de los inversionistas extranjeros y un mayor acceso al crédito externo. En este sentido, Colombia tiene necesidad de acumular más reservas internacionales debido a que desde 1999 perdió su grado de inversión.

El efecto de la apreciación cambiaria sobre la inflación de transables y sobre las tendencias de la inflación básica, con una brecha del producto negativa (es decir, el PIB se encuentra todavía por debajo de su nivel potencial) permitió que la JDBR redujera en dos ocasiones las tasas de interés de intervención. En este contexto, las compras de divisas por parte del Banco fueron coherentes con la política monetaria más holgada adoptada durante el primer semestre del año. De este modo, la intervención cambiaria ha respetado los principios básicos ya enunciados.

Las compras de reservas en montos significativos plantean otros retos a las autoridades. Si estas compras no se esterilizan, pueden llegar a afectar las tasas de interés de corto plazo y conducir las a niveles incompatibles con el logro de las metas de inflación. Ello puede ocurrir si, como consecuencia de la intervención, la expansión de la base monetaria reduce la tasa de interés de corto plazo por debajo de los niveles considerados coherentes con el logro de la meta de inflación y la estabilización del producto alrededor de su nivel sostenible a largo plazo.

Colombia tiene necesidad de acumular más reservas internacionales debido a que desde 1999 perdió su grado de inversión.

Se requiere entonces una esterilización o compensación de la expansión que se genera con las compras de reservas internacionales. En 2004 esta compensación se ha llevado a cabo a través de las ventas de TES en poder del Banco de la República, por un valor equivalente al 50,0% de las compras de reservas, mientras que el resto de la esterilización se ha efectuado a través de ajustes en los cupos de los Repos diarios del Banco de la República.

C. LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN 2004

1. Antecedentes

En el *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2003 se señalaba que el comportamiento de la inflación en 2004 y 2005 dependería de: i) la rapidez con que se cierre la brecha del producto y su efecto sobre la inflación de no transables, y ii) la magnitud y duración de la apreciación cambiaria y su efecto sobre la inflación de bienes transables.

Los resultados de los pronósticos de inflación que se mostraron en dicho informe se basaban en los supuestos del cierre de 1,0 pp de la brecha para 2004, y de una apreciación nominal promedio de 0,5% en este año, seguida de una depreciación

de 7,0% en 2005. En estas condiciones, los resultados del modelo central de pronóstico, modelo de mecanismos de transmisión (MMT) mostraban una alta probabilidad de cumplir el rango-meta de inflación entre 5% y 6% en 2004. Sin embargo, la probabilidad de lograr tasas de inflación para los años siguientes dentro del rango anunciado (entre 3,5% y 5,5%) era mayor si las tasas de interés de los certificados de depósito a término (CDT) a 90 días se incrementaban cerca de 100 puntos básicos (pb) a lo largo del año y durante 2005³.

En ese informe se señaló que la ocurrencia de una apreciación cambiaria mayor que la esperada y de más duración, permitiría una postura de la política monetaria más neutral, o incluso más laxa (reducción de tasas). Esto debido al efecto de la mayor apreciación sobre los pronósticos de inflación en el horizonte de tiempo en el cual la política monetaria es más potente. Con base en estas consideraciones la JDBR mantuvo inalteradas las tasas de intervención del Banco en la reunión de enero del presente año y convocó, el 9 de enero, a una subasta de opciones de acumulación de reservas por US\$200 m, con el fin de suavizar el comportamiento revaluacionista de la tasa de cambio, sin alterar su tendencia, determinada por la fuerza del mercado.

2. Decisiones de política monetaria en el primer semestre de 2004

La evolución de diversos indicadores externos y del sector real durante el primer trimestre de 2004 ratificaron las tendencias sobre el crecimiento identificadas en el *Informe sobre Inflación* de diciembre pasado. La economía continuaba acelerándose gracias a condiciones externas e internas, que favorecían un buen desempeño de los sectores transables y los no transables.

Sin embargo, durante el primer trimestre la apreciación cambiaria fue mayor que la prevista debido a menores salidas de capital de residentes, a nuevas entradas de inversión directa y de portafolio y a la mejora continua en los términos de intercambio, frente a lo que se había proyectado.

Con base en las anteriores tendencias y en nueva información, se actualizaron los pronósticos relevantes para la definición de la política monetaria. Por una parte, se aumentó a 4,0% el pronóstico de crecimiento del PIB para 2004, y se incrementó la apreciación nominal promedio esperada para 2004, de acuerdo con las proyecciones de la balanza de pagos, aunque con un repunte importante de la tasa de cambio para 2005. Desde febrero también se modificó la estimación de la brecha del producto con respecto a la presentada en el informe de diciembre, ya que se encontró que, aunque ésta se seguía cerrando de manera progresiva a lo largo del año, lo hacía menos rápido de lo que se estimó en el informe de diciembre, debido al positivo efecto de la mayor inversión privada sobre la capacidad instalada.

³ Debe recordarse que la política monetaria opera con rezagos, de tal manera que los movimientos en las tasas de interés nominales de corto plazo tienen el mayor impacto sobre la inflación, luego de un período que se ha estimado de entre seis y ocho trimestres.

La mayor apreciación y el cierre más lento de la brecha del producto, disminuyeron los pronósticos de inflación para 2005 y 2006. Esto implicaba que era posible alcanzar niveles de inflación compatibles con los rangos anunciados para las metas de 2004 y 2005 con tasas de interés menores que las proyectadas en el informe de diciembre. Con base en estas consideraciones, durante las reuniones en febrero y marzo, la JDBR tomó dos decisiones que modificaron la postura de la política monetaria.

En primer lugar, redujo en 50 pb las tasas de interés de intervención del Banco, 25 pb en febrero y 25 pb en marzo. En segundo lugar, la JDBR consideró que el episodio de apreciación de la tasa de cambio desde finales de 2003 era transitorio y por lo tanto, estimó prudente realizar una acumulación adicional de reservas internacionales para enfrentar posibles reversiones en los flujos de capital y ajustes en la tasa de cambio en el mediano y largo plazo, que pudieran afectar el comportamiento futuro de la inflación. Por esta razón, la JDBR decidió anunciar la compra de reservas internacionales en el mercado cambiario hasta por US\$700 m adicionales entre abril y julio de 2004 a través del mecanismo de subastas de opciones y con montos anunciados mensualmente. Con base en esta decisión, se convocaron subastas de opciones de acumulación por US\$200 m en abril, junio y julio y por US\$250 m en mayo, de las cuales sólo éstas últimas no se ejercieron.

La JDBR también anunció que parte de las compras de divisas serían compensadas en el mercado monetario mediante la venta definitiva de TES por parte del Banco de la República en el mercado secundario. Esta compensación se haría hasta por un 50% de las compras de reservas efectuadas. De esta forma, el crecimiento de los agregados monetarios sería coherente con el mantenimiento de las tasas de interés de corto plazo, en los niveles requeridos para garantizar el logro de la meta de inflación de 2004 y conducir la inflación de 2005, hacia el rango anunciado (entre 3,5% y 5,5%).

Paralelamente, durante este período el Gobierno anunció su disposición a utilizar los US\$500 m de las reservas internacionales que el Banco de la República había anunciado como cantidad máxima disponible a ser desacumulada para el pago de la deuda externa. Al cierre del mes de junio, el Gobierno había utilizado US\$100 m.

a. Tasas de interés

Como se ha expuesto en informes anteriores, la política monetaria de los últimos años ha sido contracíclica en la medida que bajas tasas de interés reales (por debajo de sus niveles de largo plazo) han facilitado la recuperación de la actividad económica y del empleo, en un contexto de reducción de la inflación.

Como ya se mencionó, en lo transcurrido de 2004 el Banco de la República redujo en 50 pb sus tasas de interés de intervención para el suministro de la liquidez primaria de la economía. El Banco administra la liquidez a través de: i) subastas,

para las cuales fija los cupos y las tasas de corte para operaciones de expansión y contracción, y ii) acceso a ventanillas, para administrar los excesos o defectos de liquidez de los intermediarios, a tasas lombardas. Con la última modificación en marzo, las tasas de intervención se situaron en los siguientes niveles: mínima de expansión 6,75%, lombarda de expansión 10,50%, máxima de contracción 5,75% y lombarda de contracción 4,75% (Cuadro 2).

El cambio en las tasas de interés de intervención del Banco se transmite al comportamiento de la tasa interbancaria (TIB), la cual al finalizar junio se situaba en 6,87% nominal (Gráfico 2). Se destaca que la TIB ha sido menos volá-

CUADRO 2

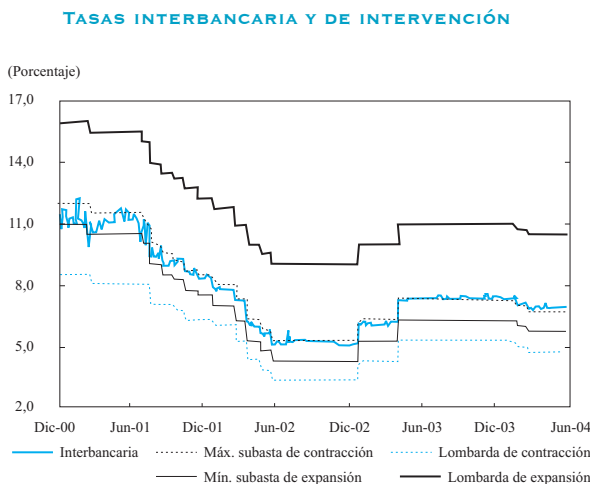
TASAS INTERBANCARIA Y DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (PORCENTAJE)

Fechas de vigencia		Mínima de contracción (Lombarda)	Máxima para subasta de contracción	Mínima para subasta de expansión	Máxima de expansión (Lombarda)	TIB	
Desde	Hasta					Fin de (*)	Real
Dic-17-01	Ene-18-02	6,25	7,50	8,50	12,25	8,21	0,78
Ene-21-02	Mar-15-02	6,00	7,00	8,00	11,75	7,78	1,78
Mar-18-02	Abr-12-02	5,25	6,25	7,25	11,00	7,25	1,51
Abr-15-02	May-17-02	4,25	5,25	6,25	10,00	6,18	0,32
May-20-02	Jun-14-02	3,75	4,75	5,75	9,50	5,65	(0,56)
Jun-17-02	Ene-17-03	3,25	4,25	5,25	9,00	5,13	(2,11)
Ene-20-03	Abr-28-03	4,25	5,25	6,25	10,00	6,18	(1,55)
Abr-29-03	Feb-20-04	5,25	6,25	7,25	11,00	7,32	0,98
Feb-23-04	Mar-19-04	5,00	6,00	7,00	10,75	7,18	0,91
Mar-23-04		4,75	5,75	6,75	10,50	6,95	0,70

(*) Encuesta del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 2

TASAS INTERBANCARIA Y DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA



Fuente: Banco de la República.

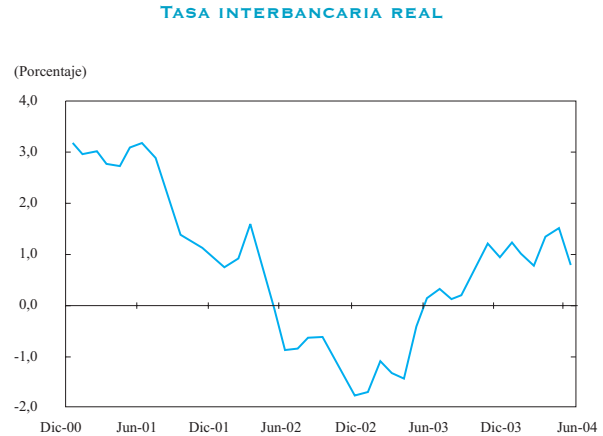
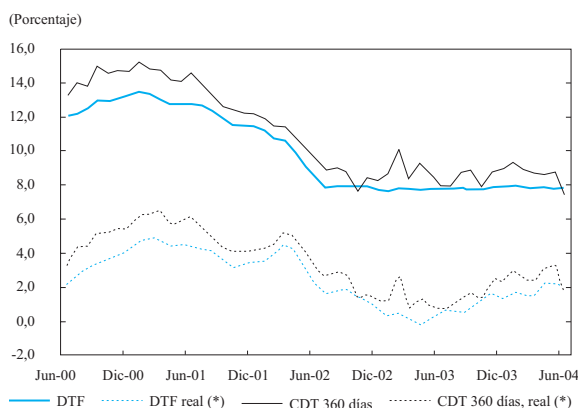


GRÁFICO 3

TASAS DE INTERÉS NOMINAL Y REAL DE CAPTACIÓN



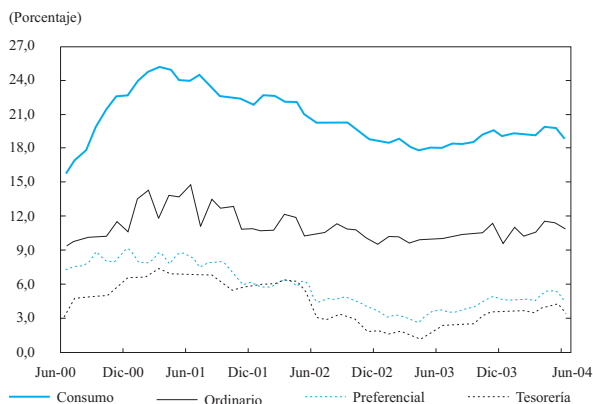
(*) Deflactada con IPC.
Fuente: Banco de la República.

til a partir de la política de reducción de la dispersión de tasas aplicada desde 1999. Adicionalmente, como se observa en el Gráfico 2, aunque la TIB se volvió positiva en términos reales a partir de mayo de 2003, aún se mantiene en niveles bajos, inferiores al 1,0% (0,8% en junio).

De igual manera, tomando como referencia la DTF de fin de mes, la tasa de interés de captación⁴ se ha mantenido en niveles históricos bajos, permaneciendo por debajo de 8% desde julio de 2002. Al finalizar junio de 2004, la DTF se ubicaba en 7,85%, 1,69% en términos reales, con un incremento de 32 pb en lo transcurrido del año. Por su parte, las tasas de captación de mayor plazo (CDT a 360 días) han presentado un comportamiento similar al de la DTF (Gráfico 3).

GRÁFICO 4

TASAS DE INTERÉS DE COLOCACIÓN REAL



Fuente: Banco de la República.

Por tipo de crédito, la tasa de interés nominal de créditos de consumo se situó en promedio en 26,0% en junio, la de crédito ordinario en 17,7%, la preferencial en 10,8% y la de créditos de Tesorería en 9,6%. En términos reales, todas las tasas de los créditos se mantuvieron relativamente estables en lo transcurrido del año (Gráfico 4).

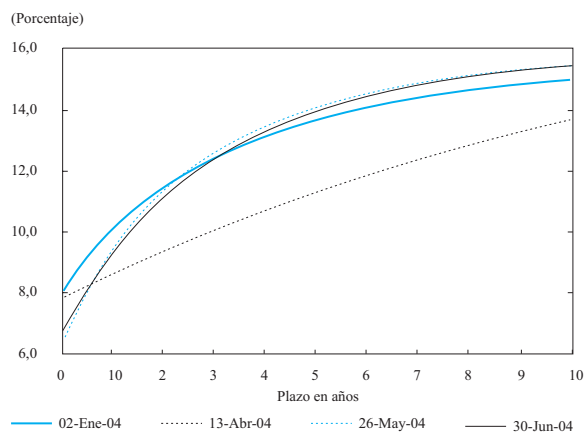
Por su parte, el mercado de deuda pública interna presentó altos volúmenes de negociación y un aumento constante en los precios de los títulos durante los primeros meses de 2004 y hasta la primera mitad del mes de abril. Este fenómeno, al igual que el fortalecimiento de la moneda local, se presentó en la mayoría de los países de Latinoamérica al igual que en otras economías emergentes, como resultado de la abundante liquidez internacional. En el caso colombiano se vio reforzado por la tendencia decreciente de la inflación, que ofrecía espacio para que las tasas de interés de los TES siguieran cayendo.

La curva cero cupón⁵ de los TES para todos los plazos se redujo hasta mediados de abril (Gráfico 5). En lo que va del año hasta el 13 de abril, las tasas de negociación

⁴ Calculada como el promedio ponderado de las tasas de captación de depósitos a término fijo a 90 días.

⁵ Cada punto de la curva cero cupón refleja la tasa de interés correspondiente a un flujo que se paga en ese momento del tiempo. Es decir, el plazo de seis meses de la curva cero cupón refleja el rendimiento de un flujo que se pagará seis meses a partir de hoy. Esta curva es distinta de una curva de rendimientos cuyos puntos reflejan la tasa interna de retorno de títulos que tienen ese plazo al vencimiento, pero sus pagos de flujos pueden darse en diferentes puntos del tiempo. Si los títulos no tuvieran pagos de cupones y sólo de principal, la curva cero cupón y la curva de rendimientos serían iguales.

CURVA CERO CUPÓN TES - TASA FIJA



en el mercado secundario disminuyeron en promedio 222 pb para las cinco referencias más líquidas del mercado.

A mediados de abril se reversó dicha tendencia y a partir de esta fecha y hasta el 26 de mayo las tasas de las mismas referencias aumentaron en promedio en 189 pb, corrigiendo en unas pocas semanas casi todo el recorrido de tres meses y medio. Este cambio en la tendencia pudo haberse generado por modificaciones en las expectativas respecto al comportamiento de las tasas de interés de los Estados Unidos y de la liquidez mundial. En particular, desde finales de marzo y durante el mes de abril, el mercado fue recibiendo información sobre el mejor desempeño de la economía norteamericana respecto del esperado y las posibles presiones inflacionarias. Las nuevas expectativas de los agentes se reflejaron primero en un aumento en la curva de los bonos del tesoro de los Estados Unidos, luego en una fuerte reacción de las primas de riesgo de la deuda soberana de los países emergentes y finalmente, en el aumento tanto de las tasas de cambio como de las tasas de interés de los títulos de deuda local de esos países.

Durante el mes de junio las tasas de negociación de los TES retornaron a una relativa estabilidad, en donde los agentes locales estuvieron a la expectativa de la decisión de la Fed en términos de tasa de interés. Los agentes internacionales y locales esperaban un aumento de 25 pb, el cual coincidió con lo dispuesto por la Fed el 30 de junio. Esta decisión fue bien recibida por el mercado y generó una leve caída en las tasas de interés de los TES. Sin embargo, persiste la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés de los Estados Unidos.

b. Agregados monetarios

Durante el transcurso del presente año hasta junio, la base monetaria y el agregado monetario M1 crecieron en promedio a tasas anuales de 17,5% y 16,5%, respectivamente, superiores al crecimiento del PIB nominal del primer trimestre. Por componentes de la base, el efectivo siguió observando tasas importantes de crecimiento, registrando a junio un crecimiento promedio nominal y real de 19,3% y de 12,6%, respectivamente, frente a 19,8% y 11,5% en igual período de 2003. Por su parte, la demanda de reserva bancaria presentó tasas de crecimiento promedio de 13,4% nominal y 7,1% real, inferiores a las del mismo período de 2003 (Cuadro 3 y Gráfico 6).

El análisis por fuentes de la base monetaria indica que la expansión total de \$3.065 mm entre junio de 2003 y el mismo mes de 2004 tuvo origen, principalmente, en la compra de reservas internacionales, \$2.657 mm. Adicionalmente, en estos

AGREGADOS MONETARIOS
VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL DE DATOS SEMANALES

		Base	Efectivo	Reserva	M1	Cuasidineros	M2	PSE	M3
Nominal									
2002	Dic.	20,3	20,9	18,6	18,3	4,7	8,5	5,7	7,4
2003	Ene.	19,2	22,0	12,8	22,9	5,2	10,0	6,5	8,2
	Feb.	19,7	21,0	16,7	21,1	7,1	10,8	8,9	10,2
	Mar.	17,6	18,3	16,1	20,3	9,1	12,1	10,5	11,4
	Abr.	22,2	22,0	22,8	18,2	9,2	11,6	8,9	10,3
	May.	16,6	18,6	11,9	13,4	9,3	10,4	9,6	10,6
	Jun.	16,0	17,1	13,5	13,6	10,3	11,2	10,6	11,3
	Jul.	14,6	15,5	12,5	12,9	10,5	11,2	11,4	11,9
	Ago.	13,0	13,6	11,6	12,9	12,3	12,5	13,4	13,4
	Sep.	13,5	12,5	16,1	13,0	10,0	10,9	12,1	12,1
	Oct.	13,1	14,9	8,9	15,3	9,9	11,4	11,0	11,5
	Nov.	15,7	16,9	12,7	18,2	10,1	12,3	11,2	11,8
	Dic.	17,3	17,5	16,7	17,3	9,4	11,8	11,1	11,9
2004	Ene.	16,5	19,0	9,9	15,8	9,9	11,6	11,0	12,0
	Feb.	17,9	20,5	11,4	18,4	9,5	12,1	10,9	12,0
	Mar.	17,4	20,0	11,2	16,5	9,7	11,6	11,6	12,5
	Abr.	15,0	17,2	9,7	15,3	9,5	11,2	12,3	12,8
	May.	19,8	19,0	21,7	17,3	11,6	13,2	11,1	12,0
	Jun.	18,7	19,6	16,5	16,0	13,5	14,2	11,3	12,3
Promedio a junio:									
	2003	18,6	19,8	15,6	18,2	8,4	11,0	9,2	10,3
	2004	17,5	19,3	13,4	16,5	10,6	12,3	11,4	12,3
Real									
2002	Dic.	12,4	13,0	10,9	10,6	(2,2)	1,4	(1,2)	0,3
2003	Ene.	11,0	13,6	5,0	14,4	(2,0)	2,4	(0,8)	0,8
	Feb.	11,6	12,8	8,8	12,9	(0,1)	3,3	1,6	2,8
	Mar.	9,3	9,9	7,9	11,8	1,4	4,2	2,7	3,5
	Abr.	13,3	13,1	13,9	9,6	1,2	3,5	1,0	2,3
	May.	8,2	10,1	3,9	5,3	1,4	2,5	1,8	2,6
	Jun.	8,2	9,2	5,8	6,0	2,9	3,7	3,2	3,8
	Jul.	7,1	7,9	5,1	5,4	3,3	3,9	4,1	4,5
	Ago.	5,4	5,9	4,1	5,2	4,7	4,9	5,7	5,7
	Sep.	6,0	5,0	8,4	5,5	2,7	3,5	4,6	4,6
	Oct.	6,1	7,8	2,2	8,2	3,2	4,6	4,2	4,6
	Nov.	9,0	10,2	6,2	11,3	3,7	5,8	4,8	5,4
	Dic.	10,1	10,4	9,6	10,2	2,7	5,0	4,3	5,0
2004	Ene.	9,7	12,1	3,5	9,1	3,5	5,1	4,5	5,4
	Feb.	10,9	13,4	4,8	11,4	3,0	5,4	4,3	5,4
	Mar.	10,5	13,0	4,7	9,7	3,3	5,1	5,0	5,9
	Abr.	9,0	11,1	4,0	9,3	3,8	5,4	6,4	6,9
	May.	13,7	13,0	15,5	11,3	5,9	7,4	5,5	6,3
	Jun.	11,9	12,8	9,9	9,4	7,0	7,7	5,0	5,9
Promedio a junio:									
	2003	10,3	11,5	7,6	10,0	0,8	3,3	1,6	2,6
	2004	10,9	12,6	7,1	10,0	4,4	6,0	5,1	6,0

Fuente: Banco de la República.

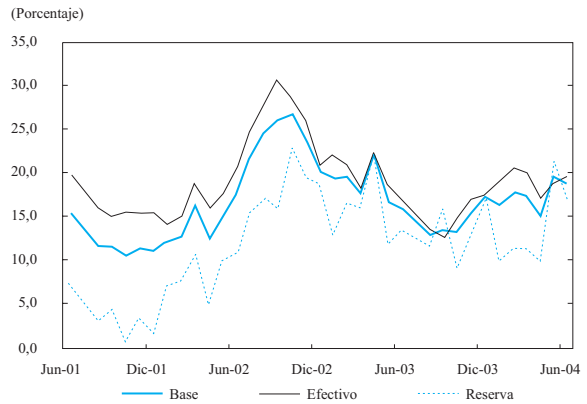
12 meses el Gobierno recibió utilidades por \$803 mm, al tiempo que la compra neta de TES por parte del Banco ascendió a \$5,0 mm y hubo un efecto contraccionista en la cuenta que la Tesorería General de la Nación maneja en el Banco de la República, por \$546 mm (Cuadro 4).

Al igual que la base monetaria, el agregado monetario M1 ha presentado niveles de crecimiento ligeramente inferiores en lo que va del año frente a los registrados en el mismo período del año anterior, pasando en términos nominales de 18,2% en junio de 2003 a 16,5% en la misma fecha de 2004. No obstante, en términos reales su crecimiento ha sido similar al de igual período del año anterior, 10,0% y es sustancialmente superior al crecimiento real de la economía. Este comportamiento se origina en la evolución de sus componentes, efectivo y cuentas corrientes (Gráfico 7).

En lo transcurrido del año hasta junio, el agregado monetario ampliado M3 evidenció un mayor crecimiento con respecto al mismo período de 2003, al

GRÁFICO 6

BASE MONETARIA Y SUS USOS
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL



CUADRO 4

FUENTES DE LA BASE MONETARIA,
1999-2004
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Flujo anual a junio					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
						1/
Gobierno	2.480	832	914	1.667	1.673	262
Traslado utilidades	1.244	516	1.453	1.226	830	803
En pesos	1.244	516	1.453	1.226	1.481	803
En dólares 2/					(651)	
Compra neta TES	1.092	400	(623)	371	760	5
Cuentas de la Tesorería en el Banco de la República	143	(84)	84	70	83	(546)
OMA y cupos de liquidez	1.730	(691)	(1.215)	1.128	1.492	154
Compra neta de divisas	(1.437)	692	1.445	(517)	(703)	2.657
Recaudo de cartera 3/		(112)	(225)	(4)	(6)	(2)
Otros	44	249 4/	18	181 5/	53	(5)
Total	2.817	971	938	2.457	2.510	3.065
Saldo base	9.739	10.710	11.648	14.104	16.614	15.735

1/ Año completo a julio 2 de 2004.

Base junio 27/03: \$12.669,2 mm.

Base julio 02/04: \$15.734,7 mm.

2/ Desde el punto de vista de la emisión la entrega de utilidades en dólares es una operación de contracción monetaria; se asimila a una operación de venta de reservas internacionales.

3/ Principalmente de Granahorrar.

4/ Incluye compra de divisas a entidades multilaterales por US\$55 m, cuya expansión es de \$126 mm.

5/ Incluye compra de divisas a entidades multilaterales por US\$52 m, cuya expansión es de \$131 mm.

Fuente: Banco de la República.

En lo transcurrido del año el crecimiento de la cartera se ha venido desacelerando. Éste, se concentra en las carteras comercial e hipotecaria, mientras la cartera de consumo muestra una tendencia creciente

pasar de 10,3% a 12,3% en su variación promedio anual. En términos reales también registró un incremento de 2,6% a 6,0% (Cuadro 3). Este crecimiento es compatible con el mayor crecimiento económico, el dinamismo de la cartera de consumo (incluyendo los microcréditos) que tuvo un aumento anual de 20,0% en lo que va del año frente a 12,9% en el mismo período de 2003 (Gráfico 8), y los mejores indicadores de calidad de la cartera (cartera vencida / cartera bruta) y solvencia (patrimonio técnico / activos ponderados por riesgo) de las entidades de crédito, como se aprecia en los gráficos 9 y 10.

Al analizar la dinámica del M3 por componentes, los pasivos sujetos a encaje (PSE)⁶ crecieron 11,4% anual en promedio a junio, frente a 9,2% del año anterior. Se ha venido observando una recuperación de las captaciones a través de bonos emitidos por el sistema financiero, que en el presente lapso se han incrementado \$1.063 mm con una tasa de crecimiento anual de 50,1%.

Por su parte, los depósitos de ahorro y las cuentas corrientes redujeron su ritmo de crecimiento, al pasar de 21,4% y 16,7% anual promedio a junio de 2003 a 14,6% y 14,8% en promedio en lo transcurrido de 2004, respectivamente (Gráfico 11).

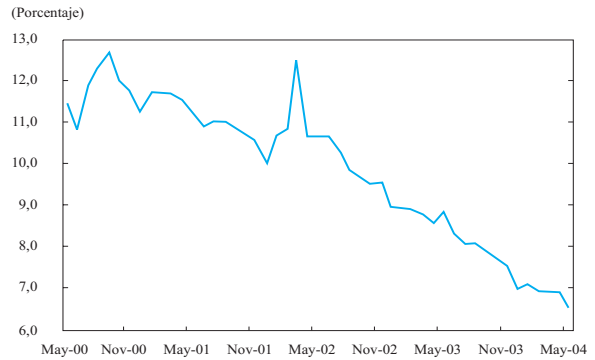
En lo relacionado con el portafolio financiero por sectores, en lo corrido a mayo de 2004 se registró un repunte de las inversiones del sector privado, tanto en títulos de deuda pública (30,4%) como en depósitos en el sistema financiero, los cuales desde mediados de 2003 vienen registrando tasas de crecimiento superiores al PIB nominal (10,7% en promedio a mayo de 2004). De igual forma, los PSE del sector público continuaron creciendo a tasas notoriamente altas, 20,1% (Cuadro 5). En particular, en el crecimiento de las inversiones del sector público se destacó el dinamismo de los CDT y las cuentas de ahorro con un crecimiento de 5,6% y 49,5% en lo que va del año, respectivamente (Cuadro 6). Por su parte, en el portafolio privado sobresalieron el crecimiento de las cuentas corrientes (16,5%), y el de los bonos del sistema financiero (37,1%).

Por otro lado, en lo transcurrido del año el crecimiento de la cartera se ha venido desacelerando (Cuadro 7). Esta desaceleración se concentra en las carteras comercial e hipotecaria, mientras la cartera de consumo, como ya se mencionó, muestra una tendencia creciente (Gráfico 8). El menor dinamismo del crédito comercial probablemente se debe al uso de fuentes alternativas de financiamiento, tales como el mayor fondeo con recursos propios, gracias a las utilidades generadas por el sector real y la importante colocación de bonos durante 2003, así como al mayor dinamismo en el endeudamiento externo neto.

⁶ Los PSE corresponden al total de exigibilidades que mantienen los establecimientos de crédito y que hacen parte del agregado ampliado M3.

GRÁFICO 9

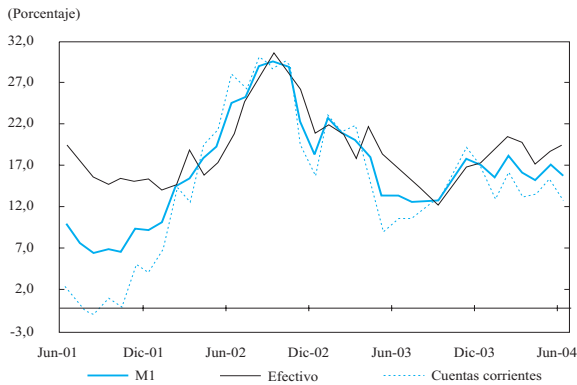
INDICADOR DE CALIDAD DE CARTERA (VENCIDA / BRUTA)



Fuente: Banco de la República con base en datos de la Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 7

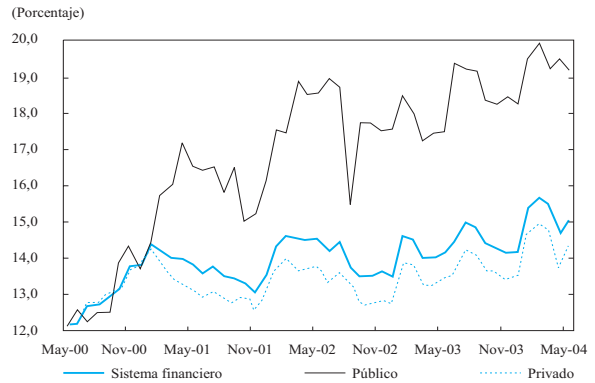
M1 Y SUS COMPONENTES
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 10

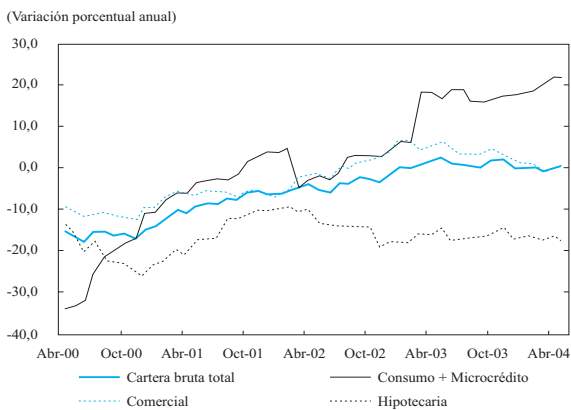
RELACIÓN DE SOLVENCIA - ESTABLECIMIENTOS
DE CRÉDITO (*)



(*) Patrimonio técnico / Activos ponderados por riesgo.
Fuente: Banco de la República con base en datos de la Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 8

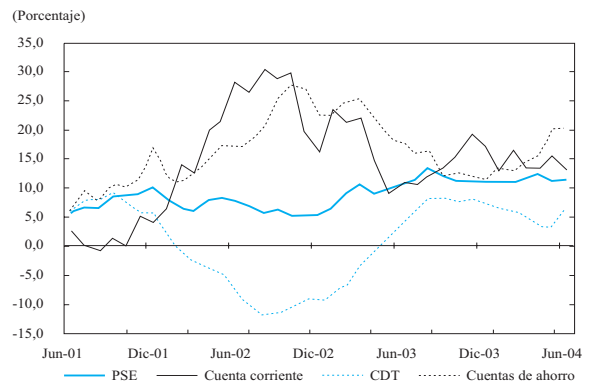
CARTERA BRUTA REAL EN MONEDA NACIONAL
+ MONEDA EXTRANJERA TOTAL,
POR TIPO DE CARTERA



Fuente: Banco de la República con base en datos de la Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 11

PSE Y SUS COMPONENTES
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Banco de la República.

PORTAFOLIO FINANCIERO DEL SECTOR REAL
 (MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Total			Sector público			Sector privado (*)		
	M3	TES	M3 + TES	M3	TES	Total	M3	TES	Total
Saldos									
1998	57.046	12.040	69.086	7.306	9.745	17.051	49.740	2.295	52.035
1999	60.336	15.491	75.827	5.440	11.126	16.565	54.896	4.365	59.262
2000	62.696	20.299	82.995	6.654	13.994	20.648	56.042	6.306	62.348
2001	68.580	24.744	93.323	9.405	16.463	25.868	59.174	8.281	67.455
2002	73.073	28.859	101.931	10.781	17.141	27.922	62.292	11.717	74.009
2003	82.234	31.613	113.846	13.497	16.612	30.109	68.737	15.001	83.738
2004									
Ene.	82.476	32.494	114.971	13.416	16.694	30.109	69.061	15.800	84.861
Feb.	82.740	33.473	116.213	14.548	16.607	31.155	68.192	16.867	85.059
Mar.	83.699	34.320	118.019	15.844	16.774	32.618	67.855	17.546	85.401
Abr.	83.716	34.328	118.044	15.246	16.900	32.145	68.470	17.429	85.899
May.	84.154	34.249	118.404	17.172	17.513	34.685	66.983	16.736	83.719
Variación anual absoluta									
1999	3.290	3.451	6.741	(1.866)	1.381	(486)	5.156	2.071	7.227
2000	2.360	4.808	7.168	1.214	2.868	4.082	1.146	1.940	3.086
2001	5.883	4.445	10.328	2.751	2.469	5.221	3.132	1.975	5.107
2002	4.493	4.115	8.608	1.375	678	2.054	3.118	3.437	6.554
2003	9.161	2.754	11.915	2.716	(529)	2.186	6.445	3.283	9.729
2004									
Ene.	9.318	3.156	12.473	1.826	(698)	1.127	7.492	3.854	11.346
Feb.	8.640	2.975	11.615	1.705	(1.066)	639	6.935	4.041	10.976
Mar.	9.605	3.702	13.307	3.670	(854)	2.816	5.935	4.556	10.491
Abr.	9.699	3.174	12.873	2.245	(979)	1.267	7.454	4.153	11.606
May.	8.550	2.448	10.998	3.342	(536)	2.806	5.208	2.983	8.192
Variación porcentual anual fin de:									
1999	5,8	28,7	9,8	(25,5)	14,2	(2,8)	10,4	90,2	13,9
2000	3,9	31,0	9,5	22,3	25,8	24,6	2,1	44,4	5,2
2001	9,4	21,9	12,4	41,4	17,6	25,3	5,6	31,3	8,2
2002	6,6	16,6	9,2	14,6	4,1	7,9	5,3	41,5	9,7
2003	12,5	9,5	11,7	25,2	(3,1)	7,8	10,3	28,0	13,1
2004									
Ene.	12,7	10,8	12,2	15,8	(4,0)	3,9	12,2	32,3	15,4
Feb.	11,7	9,8	11,1	13,3	(6,0)	2,1	11,3	31,5	14,8
Mar.	13,0	12,1	12,7	30,2	(4,8)	9,4	9,6	35,1	14,0
Abr.	13,1	10,2	12,2	17,3	(5,5)	4,1	12,2	31,3	15,6
May.	11,3	7,7	10,2	24,2	(3,0)	8,8	8,4	21,7	10,8
Variación porcentual anual promedio de cada año									
2000	2,7	35,8	9,3	(11,3)	32,1	13,9	5,0	48,2	7,8
2001	7,6	17,8	10,1	25,1	11,5	15,5	5,4	36,0	8,1
2002	7,8	20,2	11,0	36,4	1,7	13,3	4,0	62,2	10,4
2003	11,0	14,0	11,9	21,2	9,6	14,2	9,2	21,4	11,0
Hasta May. de 2004	12,4	10,1	11,7	20,1	(4,7)	5,7	10,7	30,4	14,1

(*) No incluye los TES del sector financiero.

Fuente: Banco de la República, cálculos de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE), con base en información del Departamento de Fiduciaria y Valores y la Superintendencia Bancaria.

PRINCIPALES CAPTACIONES DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO

Fin de:	Cuenta corriente			CDT			Ahorro			
	Pública	Privada	Total	Pública	Privada	Total	Pública	Privada	Total	
Miles de millones de pesos										
1999	1.732,9	5.071,2	6.804,0	1.103,3	22.698,9	23.802,2	1.047,7	16.109,3	17.157,0	
2000	2.363,0	7.074,1	9.437,0	1.075,6	22.048,1	23.123,7	1.146,3	15.682,3	16.828,6	
2001	3.287,2	7.115,8	10.403,0	1.615,7	22.763,6	24.379,3	1.676,0	17.448,7	19.124,7	
2002	3.393,4	8.217,6	11.611,0	1.466,2	20.638,8	22.105,0	2.862,2	20.016,7	22.878,9	
2003	Ene.	2.918,0	7.160,3	10.078,3	1.334,8	21.416,2	22.750,9	3.538,0	20.302,7	23.840,8
	Feb.	3.028,5	6.923,5	9.952,0	1.326,9	21.777,9	23.104,9	3.874,3	20.107,4	23.981,7
	Mar.	2.993,2	7.018,8	10.012,0	1.406,2	22.409,6	23.815,8	3.649,4	20.071,0	23.720,4
	Abr.	2.871,3	6.839,3	9.710,6	1.598,8	22.230,6	23.829,3	4.421,6	19.629,2	24.050,8
	May.	2.721,2	6.750,4	9.471,6	1.804,8	22.538,4	24.343,2	4.264,4	19.846,8	24.111,2
	Jun.	3.008,8	7.461,3	10.470,1	1.627,8	22.242,2	23.870,1	4.193,9	20.140,5	24.334,4
	Jul.	2.749,6	7.241,2	9.990,7	1.628,4	22.554,5	24.182,9	4.100,4	20.447,0	24.547,4
	Ago.	2.748,9	7.505,5	10.254,5	1.742,4	22.486,9	24.229,3	4.269,5	20.578,8	24.848,3
	Sep.	2.814,3	7.520,6	10.334,9	1.481,7	22.775,8	24.257,5	4.276,4	20.478,6	24.754,9
	Oct.	2.780,2	7.622,2	10.402,3	1.626,7	22.740,4	24.367,1	4.910,4	20.732,5	25.642,9
	Nov.	3.136,4	7.907,5	11.043,9	1.473,7	22.754,8	24.228,5	4.411,1	21.186,7	25.597,8
	Dic.	3.813,9	9.305,4	13.119,3	1.511,2	22.028,3	23.539,5	3.749,2	21.801,2	25.550,4
2004	Ene.	2.700,8	8.812,0	11.512,7	1.617,5	22.557,2	24.174,7	4.456,5	22.278,9	26.735,4
	Feb.	3.260,1	8.162,4	11.422,5	1.377,4	23.239,9	24.617,2	5.485,0	21.405,8	26.890,8
	Mar.	3.273,2	8.313,1	11.586,3	1.400,7	23.325,2	24.725,9	5.925,4	21.145,6	27.071,1
	Abr.	3.206,9	7.815,0	11.021,9	1.519,5	23.300,6	24.820,1	6.139,7	21.601,7	27.741,5
	May.	3.578,6	7.361,5	10.940,1	1.958,3	23.180,9	25.139,2	7.632,7	21.137,6	28.770,2
Variación porcentual anual										
2000		36,4	39,5	38,7	(2,5)	(2,9)	(2,9)	9,4	(2,7)	(1,9)
2001		39,1	0,6	10,2	50,2	3,2	5,4	46,2	11,3	13,6
2002		3,2	15,5	11,6	(9,2)	(9,3)	(9,3)	70,8	14,7	19,6
2003	Ene.	35,2	22,1	25,6	(13,2)	(7,5)	(7,9)	71,9	19,3	25,0
	Feb.	27,6	17,5	20,4	(18,2)	(5,1)	(6,0)	73,1	20,4	26,7
	Mar.	26,2	21,0	22,5	(4,1)	(1,8)	(2,0)	48,6	18,6	22,4
	Abr.	2,8	15,8	11,7	(0,7)	(1,3)	(1,2)	61,5	13,4	20,0
	May.	(1,7)	13,1	8,4	14,0	1,9	2,7	42,8	13,8	18,1
	Jun.	3,8	15,3	11,7	7,6	4,1	4,3	53,4	10,8	16,4
	Jul.	2,3	15,7	11,7	10,1	7,1	7,3	39,1	12,5	16,2
	Ago.	4,7	15,9	12,7	20,4	7,1	7,9	38,1	9,7	13,7
	Sep.	10,1	17,7	15,5	(6,0)	9,2	8,2	31,8	7,6	11,1
	Oct.	9,1	19,7	16,7	(4,4)	8,5	7,5	47,0	6,6	12,5
	Nov.	14,5	18,8	17,6	(7,9)	9,1	7,8	16,5	8,2	9,5
	Dic.	12,4	13,2	13,0	3,1	6,7	6,5	31,0	8,9	11,7
2004	Ene.	(7,4)	23,1	14,2	21,2	5,3	6,3	26,0	9,7	12,1
	Feb.	7,6	17,9	14,8	3,8	6,7	6,5	41,6	6,5	12,1
	Mar.	9,4	18,4	15,7	(0,4)	4,1	3,8	62,4	5,4	14,1
	Abr.	11,7	14,3	13,5	(5,0)	4,8	4,2	38,9	10,0	15,3
	May.	31,5	9,1	15,5	8,5	2,9	3,3	79,0	6,5	19,3
Variación porcentual anual promedio										
Ene.-Jun./03		15,7	17,5	16,7	(2,4)	(1,6)	(1,7)	58,5	16,1	21,4
Jul.-Dic./03		8,9	16,8	14,5	2,5	8,0	7,5	33,9	8,9	12,4
Ene.-Dic./03		12,3	17,2	15,6	0,0	3,2	2,9	46,2	12,5	16,9
Ene.-May./04		10,5	16,5	14,7	5,6	4,8	4,8	49,5	7,6	14,6

Fuente: Banco de la República, SGEE con base en el balance mensual y el formato de operaciones con entidades públicas presentados por las entidades financieras.

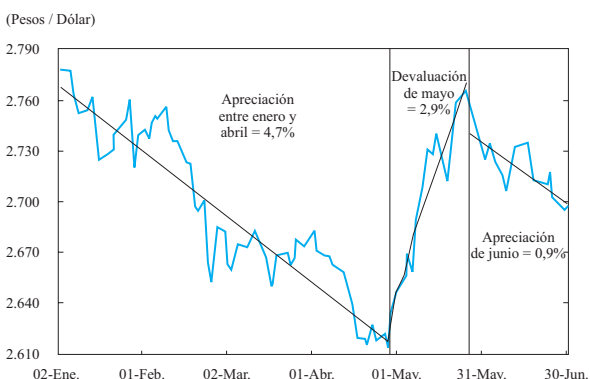
CARTERA BRUTA AJUSTADA Y SIN AJUSTAR (*)
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

Fin de:	Crecimiento real				Crecimiento nominal				M/E en dólares
	M/N	M/E	Total	Ajustada M/N (pr)	M/N	M/E	Total	Ajustada M/N (pr)	
2001	(5,0)	(20,7)	(6,2)	(3,8)	2,3	(14,6)	1,0	3,5	(16,9)
2002	(1,7)	(0,2)	(1,6)	(1,9)	5,2	6,8	5,3	5,0	(14,6)
2003									
Ene.	(0,7)	7,9	(0,2)	(1,2)	6,7	15,8	7,2	6,1	(10,3)
Feb.	(0,1)	5,3	0,2	(0,9)	7,1	12,9	7,4	6,3	(11,8)
Mar.	(0,0)	10,3	0,6	(0,6)	7,6	18,7	8,2	6,9	(9,3)
Abr.	1,5	(0,2)	1,4	(0,6)	9,4	7,6	9,3	7,1	(15,2)
May.	3,7	(15,2)	2,5	1,3	11,7	(8,7)	10,5	9,1	(25,7)
Jun.	2,6	(19,4)	1,3	1,4	10,0	(13,6)	8,6	8,7	(26,5)
Jul.	2,4	(28,2)	0,3	1,1	9,6	(23,2)	7,3	8,2	(30,0)
Ago.	2,8	(29,9)	0,5	1,1	10,2	(24,9)	7,8	8,5	(28,3)
Sep.	2,5	(31,1)	0,1	1,1	9,7	(26,2)	7,2	8,2	(27,7)
Oct.	3,9	(29,5)	1,6	1,5	10,7	(24,9)	8,3	8,2	(27,8)
Nov.	3,9	(29,0)	1,8	3,0	10,3	(24,7)	8,0	9,3	(26,1)
Dic.	2,4	(35,0)	0,0	1,8	9,1	(30,7)	6,5	8,4	(28,6)
2004									
Ene.	2,2	(33,1)	(0,0)	1,7	8,6	(28,9)	6,1	8,0	(24,2)
Feb.	2,4	(31,6)	0,2	1,8	8,8	(27,3)	6,5	8,2	(19,8)
Mar.	0,4	(24,0)	(1,0)	0,1	6,7	(19,3)	5,1	6,4	(10,9)
Abr.	0,3	(12,8)	(0,4)	n.d.	5,9	(8,0)	5,1	n.d.	0,4
May.	0,7	(4,9)	0,4	n.d.	6,1	0,2	5,8	n.d.	4,9
Variación porcentual promedio									
May./03-May./04	2,3	(24,9)	0,6	1,4	9,0	(20,0)	7,1	8,3	(20,8)
Ene.-May./03	0,9	1,6	0,9	(0,4)	8,5	9,3	8,5	7,1	(14,5)
Ene.-May./04	1,2	(21,3)	(0,2)	1,2	7,2	(16,7)	5,7	7,5	(9,9)

M/N: Moneda nacional. M/E: Moneda extranjera.
(pr) Preliminar.
n.d. No disponible.
(*) Incluye entidades en liquidación. No incluye entidades financieras especiales.
Fuente: Superintendencia Bancaria, con base en los balances mensuales de las entidades financieras.

GRÁFICO 12

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO, 2004



Fuente: Banco de la República.

c. Evolución de la tasa de cambio

En el primer semestre de 2004 la TRM se apreció 2,8%, al pasar de \$2.778 el 31 de diciembre de 2003 a \$2.700 el día 30 de junio del presente año. En estos seis meses se distinguen tres períodos: i) entre el 1 de enero y el 30 de abril, el tipo de cambio se revaluó 4,7%, manteniendo la tendencia observada durante el último trimestre de 2003; ii) entre el 30 de abril y el 31 de mayo la TRM exhibió una alta volatilidad aumentando \$77,9, con una devaluación de 2,9% en el mes; iii) en junio, registró una apreciación de 0,9% en el mes (Gráfico 12).

La evolución de la tasa de cambio entre los meses de enero y junio estuvo asociada, entre otros factores, a la coyuntura internacional y al exceso de oferta de divisas del sector real, relacionada en parte con la mejora en los términos de intercambio y las exportaciones. Con respecto al factor externo, este comportamiento estuvo vinculado con los bajos niveles de tasas de interés prevalecientes en otras economías (en particular, los Estados Unidos y la Unión Europea).

Por otro lado, el aumento en la volatilidad del tipo de cambio registrado en mayo al parecer fue generado por la modificación en las expectativas de los inversionistas sobre el alza en las tasas de interés del mercado americano y a las noticias económicas sobre Brasil (Gráfico 13). En el mes de junio el tipo de cambio y el indicador de riesgo-país descendieron nuevamente como resultado de una mayor tranquilidad en los mercados financieros internacionales.

En el primer semestre de 2004, a la par con la apreciación de la moneda, las cifras cambiarias⁷ reflejaron una importante oferta acumulada de divisas por parte del sector real, US\$1.120 m, la cual se originó principalmente en las operaciones de cuenta corriente, US\$1.062 m. No obstante, al comparar dichas cifras con lo acumulado en el mismo semestre del año anterior, hubo un mayor incremento en el ingreso neto de divisas relacionadas con operaciones de cuenta de capital (US\$754 m) que el aumento registrado en los ingresos en cuenta corriente (US\$560 m) (Cuadro 8).

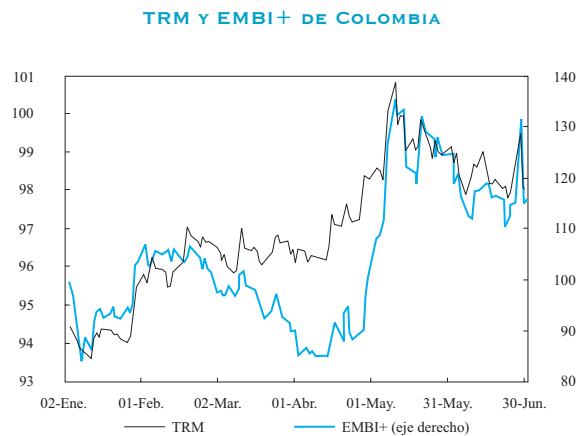
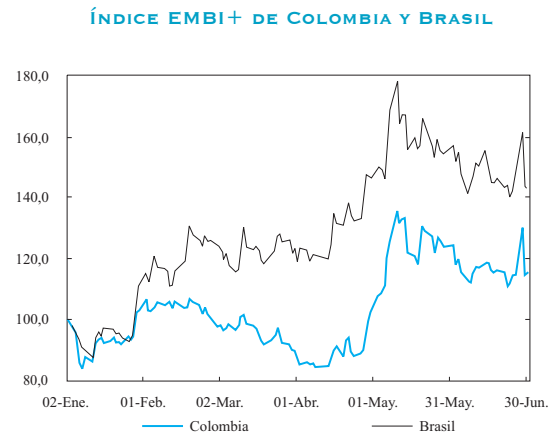
Las medidas tradicionales de tasa de cambio real (ITCR-IPP e ITCR-IPC)⁸ siguen conservando niveles altos, a pesar de las apreciaciones registradas desde septiembre de 2003 (Gráfico 14). En junio de 2004, el

⁷ Las cifras de la balanza cambiaria que se presentan en el Cuadro 10, hacen referencia únicamente a operaciones del sector real, que se negocian directamente en el mercado cambiario, por lo tanto, excluyen los ingresos por rendimientos de las reservas internacionales y las operaciones relacionadas con deuda externa por parte de la Tesorería General de la Nación.

⁸ El índice de tasa de cambio real (ITCR) es el indicador de precios relativos que mide las modificaciones en competitividad de un país frente a sus principales socios comerciales. Tradicionalmente, se calculan el ITCR-IPP y el ITCR-IPC, los cuales utilizan, en su orden, los índices de precios del productor (IPP) e índice de precios al consumidor (IPC) como medidas de los precios externos e internos.

GRÁFICO 13

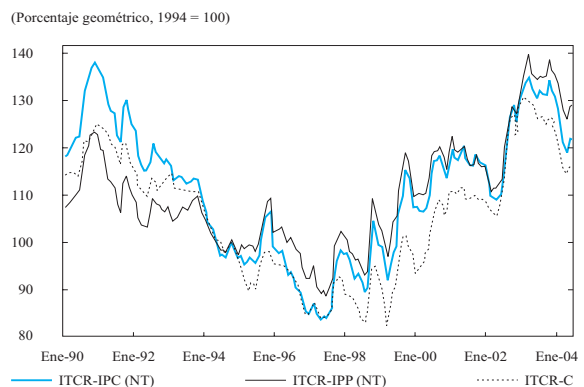
ÍNDICE EMBI+ Y DE LA TASA DE CAMBIO, 2004
(BASE 100 = 2 DE ENERO DE 2004)



EMBI: emerging Market Bond Index.
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 14

ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL:
COMERCIO NO TRADICIONAL (ITCR-IPP-IPC)
Y CON TERCEROS PAÍSES (ITCR-C) (*)



(*) Deflactor IPC, ponderaciones móviles de comercio no tradicional.
Fuente: Banco de la República.

FLUJOS CAMBIARIOS DEL SECTOR REAL
 (MILLONES DE DÓLARES)

	Acumulado		2004						Acum. Jun-04 (pr)	Var. Acum. a junio
	2003	Jun-03	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.(pr)		
Flujos cambiarios del sector real 1/	(90,6)	(112,2)	307,5	84,5	272,3	283,6	95,5	77,0	1.120,4	1.232,7
Cuenta corriente	1.368,0	502,6	6,5	160,5	238,9	157,2	266,0	233,1	1.062,2	559,6
A. Balanza comercial	(2.628,4)	(1.262,1)	(277,6)	(241,2)	(195,6)	(221,4)	(219,2)	(229,7)	(1.384,7)	(122,6)
Exportación de bienes	2.847,3	1.327,5	232,4	253,4	301,3	289,2	289,5	303,5	1.669,3	341,9
Importación de bienes	5.475,7	2.589,6	510,0	494,5	496,9	510,7	508,7	533,2	3.054,0	464,4
B. Servicios y transferencias netos	3.996,4	1.764,7	284,1	401,6	434,6	378,7	485,2	462,8	2.446,9	682,2
Servicios financieros netos	(228,2)	(122,3)	(14,4)	(8,8)	(26,2)	(55,4)	(28,6)	(15,5)	(148,9)	(26,5)
Sector privado	(214,8)	(113,0)	(12,2)	(8,8)	(25,3)	(55,3)	(28,6)	(11,7)	(142,0)	(29,0)
Sector público	(13,4)	(9,3)	(2,2)	0,1	(0,9)	(0,0)	(0,0)	(3,8)	(6,9)	2,4
Servicios no financieros netos	1.209,6	472,4	66,6	173,6	203,1	192,0	245,1	210,2	1.090,6	618,1
Transferencias netas	3.014,9	1.414,6	231,9	236,8	257,7	242,0	268,7	268,1	1.505,2	90,6
Cuenta de capital	(1.624,2)	(721,6)	259,1	(84,3)	(26,0)	195,9	(247,9)	(64,3)	32,6	754,2
A. Sector privado	(1.579,9)	(632,5)	191,6	24,5	(8,3)	132,6	(229,5)	(43,6)	67,4	700,0
Préstamos netos	(933,2)	(577,7)	(49,2)	(35,0)	25,9	(15,8)	(126,1)	(51,9)	(252,2)	325,6
Desembolsos	381,8	168,7	43,5	33,4	103,9	75,2	25,3	31,3	312,7	144,0
Amortizaciones	1.314,9	746,5	92,8	68,5	77,9	91,0	151,4	83,3	564,9	(181,6)
Inversión extranjera en Colombia	1.531,2	814,2	223,9	119,9	128,3	233,8	116,0	273,1	1.094,9	280,7
Inversión directa	285,8	162,2	16,4	20,4	16,8	17,3	12,5	8,8	92,1	(70,1)
Inversión suplementaria	1.265,3	638,0	111,7	125,9	86,9	254,5	102,5	236,6	918,1	280,0
Inversión de portafolio	(19,9)	14,0	95,8	(26,4)	24,7	(38,0)	1,1	27,6	84,8	70,8
Inversión colombiana en el exterior	(960,7)	(227,2)	38,3	50,7	(57,8)	(93,6)	(117,1)	(13,1)	(192,7)	34,5
Inversión directa	(57,7)	(20,4)	(7,6)	(1,0)	(4,6)	(4,5)	(1,9)	(4,4)	(24,0)	(3,6)
Inversión de portafolio	(903,0)	(206,8)	45,9	51,7	(53,2)	(89,1)	(115,2)	(8,8)	(168,7)	38,1
Cuentas corrientes netas	(1.217,2)	(641,8)	(21,3)	(111,0)	(104,7)	8,2	(102,3)	(251,6)	(582,6)	59,2
B. Sector público	(44,2)	(89,1)	67,5	(108,8)	(17,7)	63,3	(18,4)	(20,8)	(34,8)	54,3
Préstamos netos	(158,4)	(56,0)	(8,6)	(0,2)	(1,4)	(1,4)	(1,3)	(1,7)	(14,6)	41,3
Operaciones especiales	120,4	(21,8)	72,9	(106,6)	(21,7)	62,1	(23,6)	(26,7)	(43,6)	(21,8)
Inversiones financieras	(6,2)	(11,3)	3,2	(2,0)	5,4	2,7	6,5	7,6	23,4	34,7
Errores y omisiones estadísticos 2/	165,6	106,8	41,9	8,3	59,3	(69,5)	77,4	(91,7)	25,6	(81,2)

(pr) Preliminar.

1/ No incluye compra venta de divisas de la TGN.

2/ Corresponde a flujos de divisas no reportados en la cuenta corriente o cuenta de capital de la balanza cambiaria y cambios en la PPC que no se reflejan en los flujos cambiarios y que no han sido identificados.

Fuente: Banco de la República, balanza cambiaria.

*Niveles bajos de
inflación contribuyen a
mantener la tasa de
cambio real en niveles
competitivos.*

ITCR-IPP y el ITCR-IPC alcanzaron un ritmo de apreciación anual de 3,87% y 6,65%, respectivamente, y en lo corrido del año, de 4,75% y 6,90% en el mismo orden. Es importante anotar que la apreciación real en Colombia no fue mayor gracias a que la inflación al consumidor y del productor fue inferior en 1,3 pp y 3,7 pp, a la de los respectivos promedios de nuestros 20 socios comerciales, en lo corrido del año. De la misma forma, las inflaciones anuales fueron inferiores en 0,8 pp y 4,0 pp, respectivamente. Cabe enfatizar, entonces, que niveles bajos de inflación contribuyen a mantener la tasa de cambio real en niveles competitivos.

Otra medida de tasa de cambio real es el ITCR con terceros países (ITCR-C). Este indicador estima la tendencia en la competitividad de cuatro productos colombianos (café, banano, flores y textiles) que se exportan al mercado de los

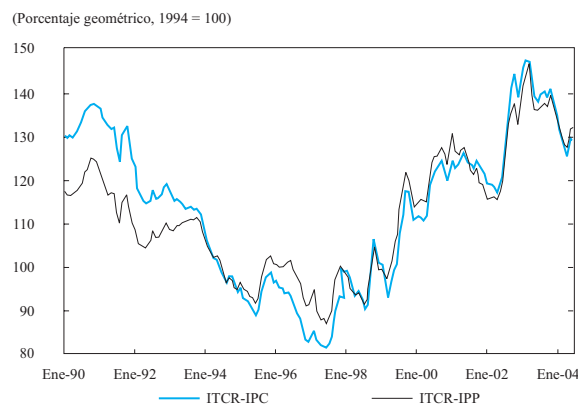
Estados Unidos⁹. Similar a las anteriores medidas, en junio de 2004, el ITCR-C registró una apreciación real anual de 8,67% y año transcurrido de 6,57%. Resultados similares se obtienen si se mide un ITCR bilateral frente a los Estados Unidos (Gráfico 15).

D. POLÍTICA FISCAL

1. Resultados del primer trimestre del año 2004

Al cierre del primer trimestre del año, las finanzas del sector público consolidado acumulan un déficit por \$823 mm, que equivale a 0,3% del PIB anual. Frente al mismo período de 2003, este resultado evidencia un mejor desempeño fiscal, especialmente del sector descentralizado, y un amplio cumplimiento de la meta acordada con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que se estableció en \$1.200 mm para el primer trimestre del año. A nivel sectorial, el desbalance observado resulta de la agregación del déficit del Gobierno central por 1,7% del PIB, los costos de reestructuración del sistema financiero por 0,1% del PIB y el superávit tanto del sector descentralizado como del Banco de la República y el Fogafin, que en conjunto alcanzó 1,7% del PIB (Cuadro 9).

ITCR BILATERAL DE COLOMBIA
FRENTE A LOS ESTADOS UNIDOS, SEGÚN IPP E IPC



Fuente: Banco de la República.

⁹ La medida de competitividad se obtiene al comparar en la misma moneda, el IPC de Colombia con el de 23 de los principales países que son nuestros competidores directos en el mercado de esos bienes en los Estados Unidos.

SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO
BALANCE FISCAL PRIMER TRIMESTRE DÉFICIT (-) O SUPERÁVIT (+)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2003	2004	2003	2004
Eléctrico	176,0	42,0	0,1	0,0
FAEP	(44,0)	(113,0)	(0,0)	(0,0)
Ecopetrol	1.062,0	1.302,0	0,5	0,5
Telecom	(22,0)	3,0	(0,0)	0,0
Resto de entidades	375,0	601,0	0,2	0,2
Seguridad social	256,0	640,0	0,1	0,3
Regional y local	437,0	957,0	0,2	0,4
Fondo Nacional del Café	66,0	55,0	0,0	0,0
1. Subtotal sector descentralizado	2.306,0	3.487,0	1,0	1,4
2. Gobierno Nacional	(3.942,0)	(4.218,0)	(1,8)	(1,7)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(1.636,0)	(731,0)	(0,7)	(0,3)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	590,0	389,0	0,3	0,2
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	126,0	125,0	0,1	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(350,0)	(317,0)	(0,2)	(0,1)
E. Ajustes	133,0	(289,0)	0,1	(0,1)
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(1.137,0)	(823,0)	(0,5)	(0,3)

Fuente: Confis.

Las finanzas del Gobierno Nacional Central (GNC) registraron un déficit por valor de \$4.218 mm, que representa 1,7% del PIB. Respecto al primer trimestre de 2003, los ingresos aumentaron 7,7% y los gastos 7,5%. Sobre el comportamiento de los ingresos, se puede destacar la dinámica de los impuestos de renta, al valor agregado (IVA) interno y externo y el gravamen a los movimientos financieros, que alcanzaron niveles de crecimiento de 18,2%, 16,1%, 16,2% y 46,8%, respectivamente. En general, el crecimiento de estos rubros puede atribuirse a la reforma tributaria aprobada a finales de 2003 y al mayor dinamismo de la actividad económica del año anterior y lo transcurrido de 2004. A diferencia de estos tributos, el recaudo por aduanas registró una disminución de 5,1%, debido, posiblemente, al comportamiento de la tasa de cambio y a un proceso de recomposición de las importaciones en favor de bienes con menor arancel (Cuadro 10).

Con relación al gasto, mientras el de funcionamiento creció 9,6%, los intereses de la deuda y los pagos por inversión bajaron 0,2% y 34,8%, respectivamente. Dentro de los gastos de funcionamiento, los servicios personales aumentaron 9,5%, los gastos generales 2,7% y las transferencias 10,1%. La expansión de este último rubro se asocia a las erogaciones ocasionadas por el sistema general de participaciones y el pago de pensiones, las cuales contabilizaron montos de crecimiento superiores al 11,0% durante el período.

El préstamo neto del GNC ascendió a \$102 mm producto de nuevos desembolsos por \$139 mm frente a recuperaciones de cartera por \$37 mm. Los desembolsos a través de la cuenta especial de deuda externa (CEDE) alcanzaron \$80 mm y las operaciones de deuda garantizada \$59 mm.

El financiamiento del déficit del GNC se realizó con recursos del crédito interno y con el traslado de las utilidades del Banco de la República. El endeudamiento externo neto fue negativo en \$82,0 mm producto de desembolsos por \$1.630 mm y amortizaciones por \$1.712 mm. A su vez, el endeudamiento interno neto alcanzó \$3.878 mm con desembolsos por \$5.907 mm frente a amortizaciones por \$2.029 mm. Las colocaciones de TES fueron de \$5.563 mm de los cuales \$3.291 mm se realizaron mediante subastas y \$2.272 mm a través de inversiones convenidas y forzosas.

2. Perspectivas fiscales para el año 2004

En el informe de la Junta Directiva presentado en el mes de marzo se señaló que la meta de déficit fiscal del sector público para el año 2004 era de 2,5% del PIB. Hasta el momento, esta meta no ha sufrido modificaciones, a pesar de los ajustes en las proyecciones fiscales efectuados recientemente por el Gobierno, que dieron lugar a un cambio en la composición del déficit y a la revisión de algunas operaciones inicialmente previstas, como la descapitalización de fondos públicos y la venta de la participación accionaria del Gobierno en algunas empresas. De acuerdo con las últimas cifras oficiales, el desbalance en las finanzas del GNC, que alcanzará 5,6% del PIB en el año, será compensado

GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
BALANCE FISCAL PRIMER TRIMESTRE
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	2003 I Trim.	2004 I Trim.	Crecimiento porcentual anual 2004/2003
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	8.323,0	8.964,0	7,7
A. Tributarios	7.965,0	8.572,0	7,6
Renta	2.664,0	3.150,0	18,2
IVA interno	2.646,0	3.072,0	16,1
IVA externo	932,0	1.083,0	16,2
Gravamen	494,0	469,0	(5,1)
Gasolina	252,0	255,0	1,2
Transacciones financieras	359,0	527,0	46,8
Otros	618,0	16,0	(97,4)
B. No tributarios	57,0	47,0	(17,5)
C. Fondos especiales	62,0	65,0	4,8
D. Recursos de capital	211,0	248,0	17,5
E. Ingresos causados	28,0	32,0	14,3
II. Gastos totales (A + B + C + D + E + F)	12.265,0	13.182,0	7,5
A. Intereses	3.309,0	3.303,0	(0,2)
Externos	1.463,0	1.582,0	8,1
Internos	1.846,0	1.721,0	(6,8)
B. Funcionamiento	7.172,0	7.858,0	9,6
Servicios personales	1.311,0	1.435,0	9,5
Gastos generales	375,0	385,0	2,7
Transferencias	5.486,0	6.038,0	10,1
C. Inversión	772,0	503,0	(34,8)
D. Préstamo neto	178,0	102,0	(42,7)
E. Deuda flotante	629,0	1.203,0	91,3
F. Indexación TES B denominados en UVR	205,0	213,0	3,9
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) (*)	(3.942,0)	(4.218,0)	7,0
Costo de reestructuración financiera	350,0	317,0	(9,4)
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	(4.292,0)	(4.535,0)	5,7
A. Crédito externo neto	1.950,0	(82,0)	(104,2)
Desembolsos	3.683,0	1.630,0	(55,7)
Amortizaciones	1.733,0	1.712,0	(1,2)
B. Crédito interno neto	1.935,0	3.878,0	100,4
Desembolsos	4.799,0	5.907,0	23,1
Amortizaciones	2.864,0	2.029,0	(29,2)
C. Utilidades del Banco de la República	1.480,0	803,0	(45,7)
D. Otros	(1.073,0)	(64,0)	(94,0)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(1,8)	(1,7)	

(*) No incluye el costo de la reestructuración financiera.
Fuente: Confis.

parcialmente con un superávit de 3,1% del PIB en el sector público descentralizado (Cuadro 11).

La proyección fiscal del GNC muestra un crecimiento de 14,9% en los ingresos y de 14,4% en los gastos. Las rentas de origen tributario aumentarán 15,2% y los ingresos de capital 16,6%. Los impuestos más dinámicos serán los de renta, IVA interno y gasolina, con niveles de crecimiento de 20,0% 10,9% y 12,6%, en su orden.

En lo que se refiere al gasto, se prevé un incremento de 15,0% en intereses de la deuda y de 20,5% en funcionamiento. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales crecerán 12,8%, los gastos generales 21,7% y las transferencias 22,4%. El préstamo neto ascenderá a \$723 mm.

La financiación del déficit provendrá de los recursos del crédito, el traslado de utilidades del Banco de la República y la utilización del portafolio de la TGN. El crédito externo neto ascenderá a \$3.295 mm y el endeudamiento interno neto a \$6.873 mm. Así mismo, las colocaciones de TES se estiman en \$15.726 mm.

3. Perspectivas fiscales para el mediano plazo

En los dos últimos informes presentados al Congreso, se llamó la atención sobre las interrelaciones de la política monetaria y fiscal y de los peligros que encierra

CUADRO 11

SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO
BALANCE FISCAL, 2003-2004
DÉFICIT (-) O SUPERÁVIT (+)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2003	2004 (proy)	2003	2004 (proy)
Eléctrico	755,0	466,0	0,3	0,2
FAEP	(139,0)	(265,0)	(0,1)	(0,1)
Ecopetrol	1.246,0	1.813,0	0,6	0,7
Telecom	(157,0)	106,0	(0,1)	0,0
Resto de entidades	1.027,0	1.301,0	0,5	0,5
Seguridad social	1.702,0	2.999,0	0,8	1,2
Regional y local	927,0	1.070,0	0,4	0,4
Fondo Nacional del Café	311,0	12,0	0,1	0,0
1. Subtotal sector descentralizado	5.672,0	7.502,0	2,5	3,1
2. Gobierno Nacional	(12.151,0)	(13.699,0)	(5,4)	(5,6)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(6.479,0)	(6.197,0)	(2,9)	(2,5)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	1.437,0	573,0	0,6	0,2
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	582,0	424,0	0,3	0,2
D. Costo de la reestructuración financiera	(941,0)	(901,0)	(0,4)	(0,4)
E. Ajustes	(691,0)	0,0	(0,3)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(6.092,0)	(6.101,0)	(2,7)	(2,5)

(proy) Proyección.
Fuente: Confis.

para la estabilidad económica la generación recurrente de balances deficitarios que puedan conducir a una situación de insostenibilidad de la deuda pública. Así mismo, en el informe de marzo se destacaron las dificultades presentes en el manejo de las finanzas de la administración central nacional, especialmente por el escaso margen de maniobra para aumentar los impuestos, por la rigidez de la mayor parte del gasto y por el crecimiento exagerado de algunas partidas como la de pensiones, que alcanzará niveles extraordinarios a partir de 2005 por el agotamiento de las reservas del Instituto de los Seguros Sociales (ISS). Allí se recomendaba evaluar con realismo la situación fiscal del país y continuar con el proceso de reformas estructurales, de manera que se puedan viabilizar las finanzas públicas en un contexto de mediano y largo plazo.

En este informe se insiste nuevamente en la necesidad de continuar el proceso de reformas estructurales sobre la base de un estudio cuidadoso de la situación fiscal del país y tomando en cuenta la dimensión de los principales problemas que enfrentan las finanzas nacionales. En este sentido, resulta prioritario abordar nuevamente el estudio del problema pensional, el cual ha venido agravándose a pesar de la reforma aprobada a principios del año anterior, que aumentó gradualmente las contribuciones y revisó los parámetros del régimen general, en lo relacionado con semanas cotizadas, edad de jubilación y monto de la pensión. También es prioritaria la revisión y ajuste del régimen tributario nacional y territorial al igual que la aprobación del proyecto de Estatuto Orgánico del Presupuesto, el cual, en alguna medida, permitiría la flexibilidad del gasto y dotaría al Gobierno de una herramienta adecuada para mantener una política de reducción y racionalización del gasto.

E. ACUERDO CON FMI

El 24 de diciembre de 2003, el Directorio del FMI ratificó el Acuerdo de Derecho de Giro (*Stand-By*) con el Gobierno de Colombia por el año 2004, destinado a la consolidación de las políticas macroeconómicas y estructurales, y mejorar la dinámica de la deuda pública.

Con la continuación del Acuerdo, Colombia podrá disponer para este año de una suma total de 774 m de derechos especiales de giro (DEG) (aproximadamente US\$1.050 m), teniendo derecho a un primer desembolso de 193,5 m de DEG (cerca de US\$264 m), y el monto restante de manera trimestral, previo cumplimiento de las metas establecidas y sujeto a las revisiones periódicas que el FMI deberá realizar al programa en curso.

El Cuadro 12 registra que las metas se cumplieron para el primer trimestre de 2004. Aunque el dato de inflación en marzo (6,2%) estuvo por encima de la meta definida por el FMI para ese mes (6,0%), el Acuerdo contempla la existencia de una banda de más o menos 2,0 pp alrededor de la meta puntual de inflación (4,0% a 8,0%), dentro de la cual se considera que la meta se cumplió.

En este informe se insiste nuevamente en la necesidad de continuar el proceso de reformas estructurales sobre la base de un estudio cuidadoso de la situación fiscal del país y tomando en cuenta la dimensión de los principales problemas que enfrentan las finanzas nacionales.

El 24 de diciembre de 2003, el Directorio del FMI ratificó el Acuerdo de Derecho de Giro (Stand-By) con el Gobierno de Colombia por el año 2004, destinado a la consolidación de las políticas macroeconómicas y estructurales, y mejorar la dinámica de la deuda pública.

PROGRAMA CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI)

	Mar-04			Meta FMI 1/	
	Meta FMI 1/ (a)	Observado (b)	Diferencia (b) - (a)	Jun-04	Sep-04
Piso RIN (millones de dólares) 2/	10.240	11.019	779	10.300	10.400 *
Meta de inflación (porcentaje) 3/	6,00	6,22	0,22	6,00	5,70 •
Techo al déficit global del sector público consolidado, desde enero 1 de 2003 (miles de millones de pesos) 4/	1.200	824	(376)	1.650	1.850 *
Techo al desembolso neto acumulado de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público desde el 1 de enero de 2003 (millones de dólares) 5/	800	54	(746)	1.300	1.750 *°
Techo a los desembolsos netos acumulados de deuda externa de corto plazo del sector público desde el 1 de enero de 2003 (millones de dólares) 5/	200	(81)	(281)	200	200 *°

1/ Corresponde a una meta indicativa y no a un criterio de cumplimiento.

2/ En el memorando técnico del acuerdo con el FMI se estableció un ajuste hacia abajo para el piso de las RIN por US\$2 mm.

3/ En el memorando técnico del acuerdo con el FMI se estableció una banda de más o menos dos puntos porcentuales alrededor de la meta puntual de inflación.

4/ Información provisional, sujeta a la revisión de los datos reportados por el sistema financiero del sector público combinado.

5/ Información provisional a marzo de 2004, sujeta a revisiones

Fuente: Banco de la República (*), DANE (•) y Ministerio de Hacienda y Crédito Público (°).

III. INFLACIÓN, ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO

El desempeño económico en lo que resta de 2004 seguirá vinculado a factores externos tales como el comportamiento de la demanda mundial, de los términos de intercambio, y de los precios internacionales del petróleo sobre la economía mundial. El principal riesgo sigue siendo la incertidumbre en torno a las tendencias de los flujos de capital... Sin embargo, se puede esperar que en 2004 la economía registre una tasa de crecimiento cercana al 4,0%.

En los primeros meses de 2004 la economía continuó creciendo a un buen ritmo, en respuesta a varios factores positivos en los frentes interno y externo. La demanda interna siguió recuperándose impulsada por la inversión privada. Este crecimiento de la demanda debe atribuirse a varios factores, entre los que se destacan las bajas tasas de interés reales y el aumento en el ingreso disponible del sector privado. Este último se ha visto incrementado por la mejora en los términos de intercambio, el aumento de las remesas del exterior registrado en 2003 y la recuperación del empleo urbano. Adicionalmente, se ha producido un aumento en la riqueza de algunos sectores, asociado con la mejora en los precios de los activos tanto de la vivienda como de las acciones. Lo anterior ha sido acompañado de una mayor disponibilidad de financiamiento interno, que se observa en la dinámica del crédito de consumo del sistema financiero y en la disponibilidad de fondos para las empresas.

Al fortalecimiento de la demanda interna también contribuyó el mayor grado de confianza por parte de consumidores y empresarios y el mejor acceso a los mercados internacionales de capital tanto del sector público como del privado. La mayor solidez de la demanda interna ha seguido impulsando la expansión de sectores productores de bienes no transables como la construcción, el comercio y los servicios de transporte.

En el frente externo, las perspectivas de crecimiento en 2004 han mejorado para varios de los socios comerciales del país y se espera que continúe el incremento en los términos de intercambio, como resultado del mayor crecimiento de la demanda mundial. Teniendo en cuenta el entorno externo más favorable, los escenarios de balanza de pagos para 2004 muestran un crecimiento (en dólares) de 14,5% de las exportaciones totales (frente a 8,1% en 2003), y de 8,2% de las exportaciones no tradicionales (sin oro ni esmeraldas), frente a -3,2% en 2003. Por su parte, las importaciones aumentarían 11,9% (comparadas con 9,8% en 2003) gracias al mayor crecimiento económico y a la dinámica de la inversión.

En la cuenta de capitales, las perspectivas han variado en los últimos meses. La anticipación del alza en la tasa de interés en los Estados Unidos¹⁰, la persistencia de altos precios internacionales del petróleo y el incremento en la aversión al riesgo de los inversionistas, generaron una gran volatilidad en los mercados financieros afectando las entradas de capitales privados a las economías emergentes, especialmente en América Latina. Más recientemente se ha restablecido la calma en los mercados, dado que se espera que el ajuste de la tasa de interés de corto plazo de la Fed continúe siendo gradual. En estas condiciones probablemente se mantendrá la estabilidad en las tendencias de los mercados financieros internacionales, aunque con mayores niveles de riesgo-país con respecto a los observados en el primer trimestre. Adicionalmente, en el caso de Colombia el financiamiento público externo para 2004 está asegurado.

El desempeño económico en lo que resta de 2004 seguirá vinculado a factores externos tales como el comportamiento de la demanda mundial, de los términos de intercambio, y de los precios internacionales del petróleo sobre la economía mundial. En el frente interno, continuará el estímulo a la actividad económica a través de bajas tasas de interés reales. El principal riesgo sigue siendo la incertidumbre en torno a las tendencias de los flujos de capital, que podrían cambiar repentinamente y deteriorar la confianza en las posibilidades futuras de la economía. Sin embargo, consideramos que este riesgo todavía tiene una baja probabilidad de ocurrencia, por lo que se puede esperar que en 2004 la economía registre una tasa de crecimiento cercana al 4,0%.

La evolución cambiaria también determinará las tendencias de la inflación de bienes transables, lo mismo que lo que suceda con los precios de los alimentos y las expectativas de inflación a lo largo del año. Durante los primeros meses de 2004 la inflación anual al consumidor se redujo de 6,5% en diciembre de 2003 a 5,4% en mayo del presente año, como resultado de la fuerte corrección a la baja de la inflación de transables. Presiones no anticipadas en los precios de los alimentos primarios y los todavía altos niveles de inflación de los bienes y servicios regulados, incluido combustible, hicieron que la tasa anual de inflación total se devolviera a 6,06% en junio. Sin embargo, de acuerdo con las estimaciones más recientes de los modelos de proyección del Banco, la inflación en 2004 se situaría en la parte alta del rango-meta anunciado (entre 5,0% y 6,0%).

A. INFLACIÓN

Durante el primer semestre de 2004 la inflación básica mostró una clara tendencia decreciente, no obstante el repunte observado en junio. La inflación básica anual sin alimentos fue de 5,87%, disminuyendo considerablemente frente a la cifra de 7,0% en diciembre (Cuadro 13). Todos los otros indicadores de inflación

¹⁰ Tal como los mercados lo esperaban, el 30 de junio de 2004 la Fed aumentó en 25 pb, su tasa de interés de corto plazo, situándola en 1,25%.

INDICADORES DE INFLACIÓN A JUNIO
(VARIACIÓN PORCENTUAL)

	Mensual			Año corrido			Anual		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
I. IPC	0,4	(0,0)	0,6	4,8	5,0	4,6	6,2	7,2	6,1
Alimentos	0,8	(1,1)	0,7	7,7	4,6	5,7	9,2	7,7	6,5
Vivienda	0,6	0,5	0,8	2,5	4,3	3,5	4,2	6,0	5,4
Vestuario	0,2	0,2	(0,1)	0,4	1,1	1,2	1,1	1,4	1,6
Salud	0,8	0,5	0,6	6,4	6,3	5,7	9,7	9,1	8,0
Educación	0,0	0,0	0,0	5,5	4,1	4,6	6,7	5,0	5,4
Cultura y esparcimiento	0,1	0,1	0,2	4,5	4,0	4,1	n.d.	4,8	5,3
Transporte	(0,2)	0,4	1,1	3,7	8,4	5,5	5,0	10,7	8,7
Gastos varios	0,4	0,4	(0,0)	6,2	5,3	3,9	6,8	8,1	4,3
II. Inflación básica 1/	0,3	0,4	0,6	3,8	5,5	4,1	5,3	7,2	5,8
IPC sin alimentos 2/	0,3	0,4	0,6	3,6	5,2	4,1	5,0	7,0	5,9
Núcleo 3/	0,4	0,3	0,6	4,0	5,7	4,1	5,9	8,0	6,3
IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos	0,2	0,3	0,4	3,5	4,8	3,8	5,1	6,5	5,3
III. IPP	0,4	(0,2)	0,4	2,7	4,3	4,5	2,9	10,9	5,9
Según uso o destino económico									
Consumo intermedio	0,4	(0,2)	0,7	2,7	5,0	4,8	1,2	12,4	6,7
Consumo final	0,1	(0,2)	0,0	2,8	3,5	4,2	4,6	8,0	5,0
Bienes de capital	1,3	(0,4)	0,2	2,3	2,1	0,7	2,8	15,4	1,7
Materiales de construcción	0,5	0,1	0,3	3,2	7,0	8,4	5,0	11,7	11,2
Según procedencia									
Producidos y consumidos	(0,0)	(0,1)	0,4	3,1	4,5	5,7	3,4	8,6	7,4
Importados	1,5	(0,4)	0,4	1,5	3,6	0,7	1,6	18,3	1,5
Exportados 4/	2,1	(0,8)	0,2	9,2	0,9	4,3	(2,4)	18,7	5,7
Según origen industrial (CIU)									
Agric., Silvíc. y pesca	(0,6)	(1,3)	0,4	3,9	3,4	5,9	2,1	8,7	5,1
Minería	(0,8)	2,8	(1,8)	10,9	5,3	11,7	2,1	26,6	15,9
Industria manufacturera	0,6	(0,0)	0,4	2,2	4,5	3,8	3,2	11,1	5,7
20 ítems con mayor componente importado	0,1	0,2	0,4	4,7	8,7	5,1	8,6	13,6	7,6

n.d. No disponible.

1/ Corresponde al promedio de los tres indicadores de inflación básica calculados por el Banco de la República.

2/ Se excluye del IPC total todos los ítems del grupo alimentos.

3/ Se excluye del IPC el 20% de la ponderación con aquellos ítems que entre enero de 1990 y abril de 1999 registraron la mayor volatilidad de precios.

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

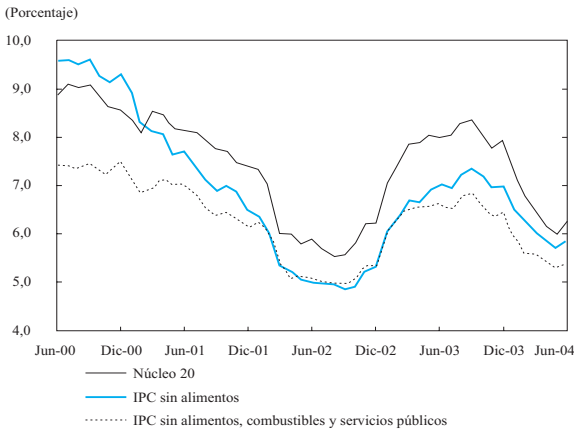
Fuente: Banco de la República, SGEE. Tabulados de IPP, IPC y DANE.

básica también disminuyeron en forma importante, y el promedio de los tres más utilizados (sin alimentos, núcleo y sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles) se situó en junio en 5,8%, 1,1 pp por debajo del dato de diciembre (Gráfico 16).

La reducción de la inflación básica ocurrió gracias a una fuerte disminución de la inflación de bienes transables, como consecuencia de la estabilidad registrada por el tipo de cambio en la segunda mitad de 2003 y por la apreciación que se observó desde finales del año anterior, la cual más que compensó el incremento en los precios internacionales de diferentes productos básicos importados por Colombia (Gráfico 17).

GRÁFICO 16

INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA



Fuente: Banco de la República.

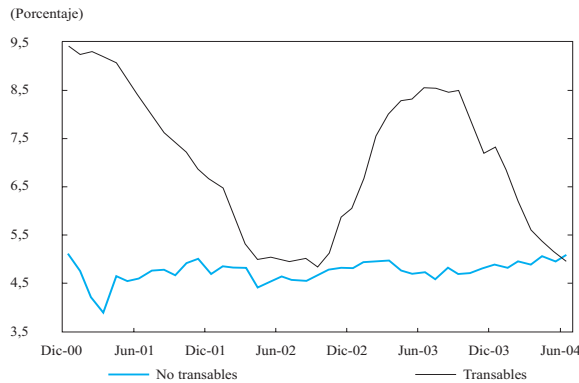
La evolución de la inflación de transables muestra que la transmisión de la devaluación registrada entre mediados de 2002 y de 2003 se había completado en buena parte a marzo de este año. El nivel de la inflación de transables (descontando alimentos primarios y precios regulados) fue de 4,9% en junio, similar al observado en igual mes de 2002 (5,0%), cuando se inició la fase de devaluación.

Por otro lado, la inflación (básica) de no transables (excluyendo los precios de alimentos y de los bienes y servicios regulados) permaneció estable entre 4,5% y 5,5% aunque con una ligera tendencia al alza propiciada por la recuperación en los precios de los arriendos (Gráfico 17). En términos generales, a la estabilidad de la inflación de no transables posiblemente contribuyeron la reducción de las expectativas de inflación (Gráfico 18) y los excesos de capacidad productiva que explican las escasas presiones inflacionarias generadas en la demanda.

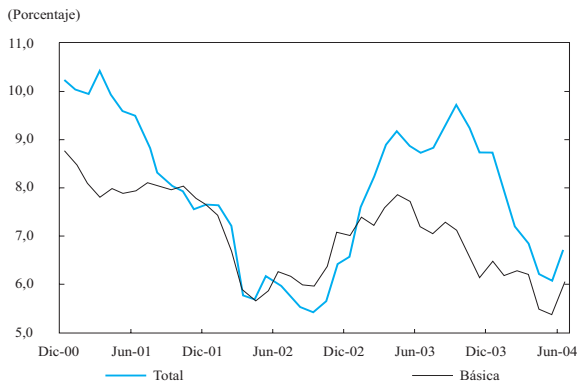
GRÁFICO 17

INFLACIÓN ANUAL IPC (PORCENTAJE)

IPC BÁSICA (*) DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



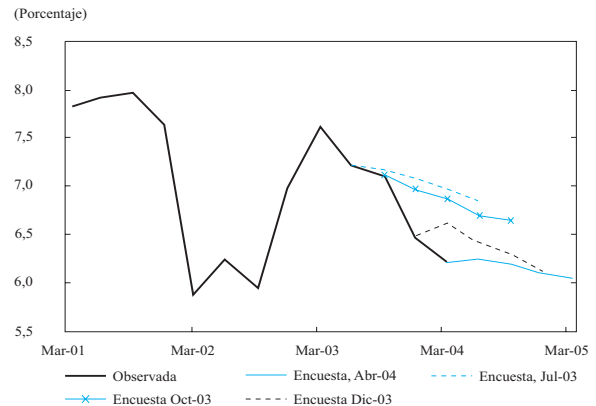
TRANSABLES TOTAL Y BÁSICA



(*) No incluye alimentos y bienes regulados.
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 18

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



Fuente: Banco de la República.

ha sido el aumento de los precios internacionales de productos importados, especialmente combustibles y alimentos como cereales y aceites.

Los precios del resto de bienes y servicios regulados (combustibles, transporte y servicios públicos) siguieron presionando la inflación total en un grado similar al previsto. Para todos estos subgrupos la inflación anual continuaba situándose muy por encima de la meta, aunque con una tendencia decreciente en lo transcurrido del año. La mayor contribución a la reducción de la inflación de este grupo ha sido la del gas, cuya inflación anual pasó de 17,6% en diciembre de 2003 a 0,2% en junio de 2004. Por el contrario, el transporte público ha mostrado una inflación creciente que en junio se situaba en 10,1%.

B. ACTIVIDAD ECONÓMICA

A finales de 2003 y comienzos de 2004 la economía colombiana continuó recuperándose a un ritmo alto comparado con los cinco años anteriores. En el cuarto trimestre de 2003 el crecimiento anual fue de 4,9% y en el primer trimestre de 2004 de 4,08% y de 4,24% sin incluir cultivos ilícitos (Cuadro 14). El crecimiento ha seguido impulsado principalmente por la inversión privada y por las exportaciones, especialmente aquellas dirigidas hacia Venezuela, las cuales han mostrado una fuerte recuperación después de la debacle del año 2003.

El crecimiento continuó estimulado, entre otros factores, por una política monetaria expansiva...

La recuperación económica obedece a varios factores externos e internos. En el frente externo, en los primeros meses de 2004 se consolidó el mayor dinamismo de la economía mundial, y la recuperación del crecimiento de Venezuela. Esta circunstancia estuvo acompañada de incrementos en los precios de varios de los principales productos de exportación de Colombia adicionales a los observados en el año anterior, haciendo posible una mejoría en la balanza comercial.

A nivel interno, el crecimiento continuó estimulado, entre otros factores, por una política monetaria expansiva, cuyo principal resultado ha sido el mantenimiento de tasas de interés reales de mercado en niveles mínimos históricos. A ello se suma un clima de confianza creciente que empieza a compararse con los resultados que mostraban las encuestas de opinión empresarial a mediados de la década de los noventa.

Hasta finales de marzo, la aceleración del crecimiento vino acompañada de una clara tendencia de apreciación del tipo de cambio. A partir de entonces, la tasa de cambio ha exhibido gran volatilidad. Además del aumento en las exportaciones, en el período enero-marzo la apreciación fue el resultado de un aumento en las entradas netas de capitales. El incremento de los flujos de capital fue un fenómeno que también se observó en otras economías de la región como Chile y Brasil. Este fenómeno estuvo asociado a la existencia de una amplia liquidez internacional, una baja percepción de riesgo por parte de los mercados y un diferencial de rentabilidades favorable a las inversiones en economías emergentes. En mayo, sin embargo, los mercados financieros internacionales descontaron el aumento

...cuyo principal resultado ha sido el mantenimiento de tasas de interés reales de mercado en niveles mínimos históricos.

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA
(VARIACIÓN PORCENTUAL)

	2003 (pr)					2004 (pr)
	I	II	III	IV	Anual	I
Producto interno bruto	4,2	2,5	4,2	4,9	3,9	4,1
Importaciones totales	18,8	1,2	10,8	9,0	9,7	5,3
Total oferta final	6,3	2,3	5,2	5,5	4,8	4,3
Consumo final	1,6	1,3	1,7	3,6	2,1	4,0
Hogares 1/	2,0	1,4	2,4	3,4	2,3	4,6
Consumo final interno hogares 2/	2,3	1,4	2,2	3,2	2,3	4,1
No durables	0,8	(1,5)	1,2	2,1	0,6	2,7
Semidurables	1,6	4,1	1,9	4,7	3,1	6,7
Servicios	2,9	3,0	2,7	2,4	2,8	3,0
Durables	10,1	5,3	6,6	14,3	9,1	18,9
Gobierno	0,3	0,8	(0,2)	4,1	1,2	2,2
Formación bruta de capital	49,1	5,2	16,4	14,3	19,4	9,0
Formación bruta de capital fijo	20,3	6,7	13,0	15,4	13,7	10,8
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,7	(0,4)	(9,1)	(2,1)	(1,4)	(2,2)
Maquinaria y equipo	24,5	11,3	23,9	26,2	21,6	12,0
Equipo de transporte	64,2	(11,2)	(4,8)	(10,3)	3,9	(5,5)
Edificaciones	9,2	20,8	22,0	25,9	19,9	58,0
Obras civiles	22,1	(8,8)	(1,0)	0,4	2,6	(41,6)
Subtotal: demanda final interna	7,4	1,9	4,1	5,4	4,7	4,8
Exportaciones totales	0,4	4,6	11,7	6,2	5,6	1,1
Total demanda final	6,3	2,3	5,2	5,5	4,8	4,3

(pr) Preliminar.

1/ Incluye las compras de bienes por residentes efectuadas en el exterior y excluye la de no residentes efectuadas en el territorio nacional.

2/ Corresponde al consumo final de los hogares residentes efectuado dentro del territorio nacional.

Fuente: DANE.

en la tasa de interés en los Estados Unidos, produciendo alguna reversión de los flujos de capital a las economías regionales. En las últimas semanas, sin embargo, ha habido una mayor estabilización y cierta disminución en las primas de riesgo de los países de la región.

Los datos más recientes indican que en lo que resta de 2004 la actividad económica mundial continuará fortaleciéndose. Las perspectivas actuales son incluso mejores que las esperadas hace tres meses. Aunque en el caso de la China los pronósticos de crecimiento se han revisado hacia la baja, el crecimiento esperado para el año sigue siendo alto (cerca de 7,0%). En los Estados Unidos y Japón la aceleración ha sido importante, mientras que en la zona del euro la economía crece aún lentamente. Asia continúa expandiéndose a un ritmo muy acelerado, mientras que, a pesar de la reciente volatilidad exhibida por los mercados financieros, en Latinoamérica las perspectivas son de una expansión que podría superar el 4,0% por los buenos precios de los productos básicos exportados.

Las cotizaciones de carbón, níquel y oro, por ejemplo, se ubicaron durante el primer trimestre en niveles superiores a los registrados en el último trimestre del año anterior. A su vez, el precio internacional del petróleo superó todas las previsiones iniciales especialmente a partir del mes de marzo, cuando sobrepasó los US\$40 por barril (WTI). El comportamiento de la cotización del crudo es consecuencia de los bajos inventarios en los Estados Unidos, la lenta recuperación de la producción de Iraq y la fuerte demanda de los Estados Unidos y Asia. Se espera sin embargo que en lo que resta del año el precio se reduzca un tanto como consecuencia de las decisiones de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de incrementar la producción mundial con el fin de morigerar los altos precios. Pese a lo anterior, hay que reconocer que los pronósticos de los últimos meses han sido sucesivamente inferiores al precio observado del hidrocarburo.

Las exportaciones totales han mantenido su ritmo de crecimiento en un contexto de altos precios de los productos básicos y de dinamismo de la demanda mundial

Las exportaciones totales han mantenido su ritmo de crecimiento en un contexto de altos precios de los productos básicos y de dinamismo de la demanda mundial (Gráfico 19). El buen desempeño de las exportaciones tradicionales se explica por el comportamiento de las ventas al exterior de café, petróleo, carbón y ferromineral. En el caso de las ventas externas de café, para el primer trimestre del año la Federación Nacional de Cafeteros informó que el número de sacos exportados aumentó 16,4% frente al mismo período del año anterior, a la vez que se registró un aumento en la cotización internacional del grano (4,42%). De igual manera, las ventas externas de ferromineral y carbón se vieron favorecidas por los aumentos en los precios de exportación en 91,0% y 10,0%, respectivamente, al tiempo que se observó un aumento importante en la demanda de carbón por parte de la Unión Europea.

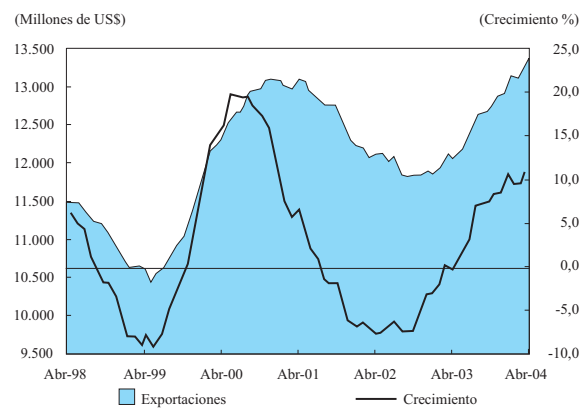
En cuanto a las exportaciones no tradicionales, las cifras disponibles a abril muestran una recuperación en sus niveles (Gráfico 20). En el caso de las no tradicionales industriales, las dirigidas a los Estados Unidos y al resto de socios comerciales siguen presentando altas tasas de crecimiento. Las ventas a Ecuador parecen haber tocado fondo y las orientadas a Venezuela, como ya se dijo, se están recuperando.

El buen comportamiento que mostraron las exportaciones tradicionales a lo largo de 2003 y el alto nivel que alcanzó el tipo de cambio real, permitieron la recuperación de la producción de sectores transables, especialmente minería, que creció 12,1%, y algunas ramas de la industria manufacturera como textiles, confecciones y productos de madera.

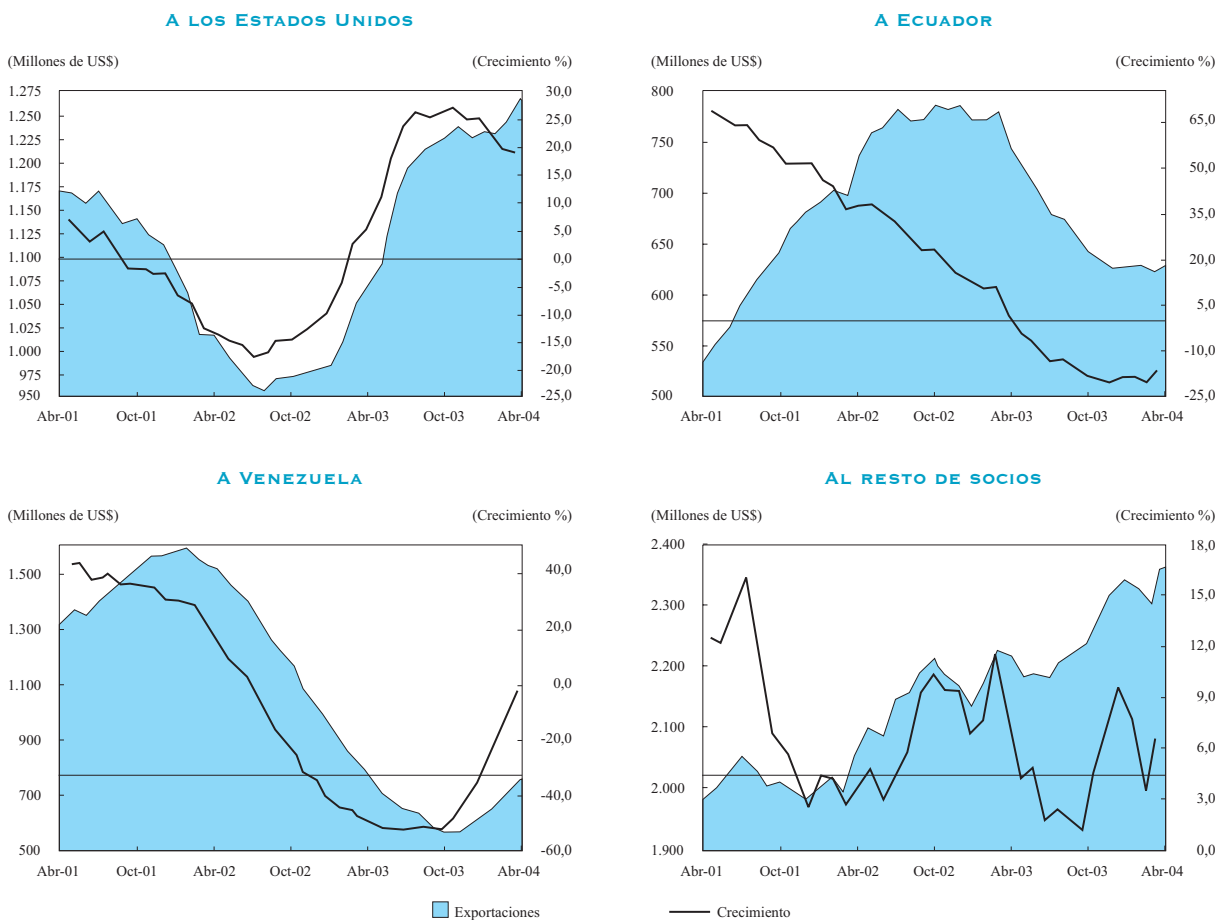
El consumo de los hogares en el segundo y especialmente en el cuarto trimestre de 2003, se vio favorecido por las bajas tasas de interés reales, las mejores condiciones económicas, la recuperación en los principales indicadores del mercado laboral, la menor percepción de riesgo y la expansión del crédito.

GRÁFICO 19

EXPORTACIONES TOTALES (ÚLTIMOS 12 MESES)



Fuente: DANE.

**EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
(ÚLTIMOS 12 MESES)**


Fuente: DANE.

Estas condiciones continuaron operando en el primer trimestre de 2004, al tiempo que los efectos de riqueza siguieron aumentando gracias a la reducción de la prima de riesgo-país de la deuda externa, la evolución favorable del precio de las acciones y la recuperación de los precios de la finca raíz.

De otra parte, la inversión fija tuvo un importante crecimiento en 2003 (13,7%), gracias a la mejor percepción de los empresarios sobre las condiciones políticas y económicas para la inversión, la recuperación del sistema financiero, las mayores entradas de capital y el aumento de las utilidades de las empresas. En los primeros meses del presente año, se sumó a lo anterior el mayor acceso a otras fuentes de financiamiento (como la consecución de recursos externos) y los incentivos tributarios para la reinversión de utilidades¹¹.

¹¹ De acuerdo con el artículo 68 de la última reforma tributaria (Ley 868 de 2003), los contribuyentes del impuesto sobre la renta podrán deducir 30% del valor de las inversiones destinadas a la adquisición de activos productivos reales.

Como resultado del mayor dinamismo de la demanda interna, el crecimiento del PIB y de la producción de sectores no transables se aceleró en el segundo semestre de 2003, en especial las ramas de la construcción, el comercio, el transporte y el sector financiero (Cuadro 15). Esta expansión continuó en el primer trimestre de 2004.

En el contexto internacional descrito anteriormente, la economía puede seguir consolidando su recuperación. Los sectores transables tales como minería, agricultura e industria manufacturera se beneficiarán de las condiciones favorables del sector externo y su crecimiento en 2004 podría ser mayor que el observado el año pasado.

El comportamiento de la demanda interna continuará apoyado en el crecimiento de la inversión, impulsada no solamente por los factores de confianza y las mejores expectativas, sino también por el aumento en la utilización de capacidad que se ha observado en diversos sectores y por el posible efecto positivo del incentivo tributario para la reinversión de utilidades creado en la última reforma tributaria.

Al tiempo con la inversión, en 2004 también se debe observar una recuperación en el ritmo de crecimiento del consumo. Actualmente se prevé un crecimiento del consumo de los hogares de alrededor de 3,4%, el más alto desde 1995. En este contexto, el crecimiento del producto previsto para 2004 es de 4,0% (Cuadro 16). Este crecimiento no se traduciría aún en mayores niveles de inflación de bienes no transables porque persiste una brecha de producto negativa, como se señaló en la sección anterior.

CUADRO 15

**CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB SECTORIAL CON CULTIVOS ILÍCITOS
(PORCENTAJE)**

	2003 (pr)				2004 (pr)	
	I	II	III	IV	Anual	I
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,8	0,6	5,4	3,9	3,1	3,0
Explotación de minas y canteras	0,8	18,6	21,0	8,7	12,1	5,6
Electricidad, gas y agua	2,1	3,9	3,6	3,6	3,3	4,5
Industria manufacturera	7,8	1,0	3,5	5,0	4,2	4,4
Construcción	15,1	7,8	11,8	14,9	12,4	12,1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,3	3,4	5,9	5,9	5,1	5,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,1	3,2	4,0	5,8	4,5	6,4
Establec. Financ., seguros, Inmuebl. y Serv. a las empresas	5,6	4,1	5,6	3,0	4,6	7,5
Servicios sociales, comunales y personales	0,6	0,9	0,3	3,1	1,2	2,0
Servicios de Intermed. Financ. medidos indirectamente	14,4	15,3	25,5	2,9	13,9	29,0
Subtotal valor agregado	4,0	2,6	4,1	5,0	3,9	3,9
Producto interno bruto	4,2	2,5	4,2	4,9	3,9	4,1

(pr) Preliminar.
Fuente: DANE.

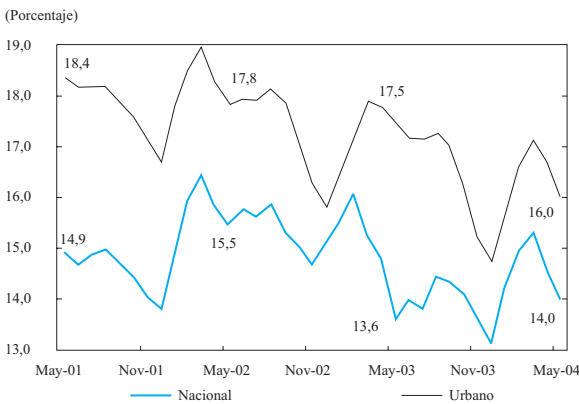
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO, 2004
(PORCENTAJE)

	2001	2002 (pr)	2003 (pr)	2004 (proy)
Producto interno bruto	1,5	1,8	3,9	4,0
Importaciones totales	6,8	0,3	9,7	6,4
Total oferta final	2,2	1,5	4,8	4,4
Consumo final	2,3	1,7	2,1	2,9
Hogares	2,7	2,0	2,3	3,4
Gobierno	1,1	0,6	1,2	1,3
Formación bruta de capital	1,9	9,4	19,4	13,0
Formación bruta de capital fijo	8,5	9,2	13,7	8,7
Subtotal: Demanda final interna	2,2	2,8	4,7	4,6
Exportaciones totales	2,4	-4,6	5,6	3,0
Total demanda final	2,2	1,5	4,8	4,4

(pr) Preliminar.
(proy) Proyección.
Fuente: DANE y Banco de la República.

GRÁFICO 21

TASA DE DESEMPLEO
PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 3



Fuente: DANE - encuesta continua de hogares (ECH).

C. EMPLEO

La información del DANE al mes de mayo muestra que la tasa de desempleo se ha reducido de manera sistemática desde abril de 2001 (Gráfico 21). A nivel urbano¹², la reducción ha sido mayor que a nivel nacional, lo que indica que en el resto de cabeceras municipales y el área rural dispersa, la tasa de desempleo puede haber permanecido invariable¹³.

La disminución en la tasa de desempleo urbano se explica por el buen desempeño que han presentado sectores intensivos en mano de obra como la construcción y el comercio. A nivel nacional, la menor disminución del desempleo contrasta con el crecimiento que ha presentado el PIB agropecuario sin incluir cultivos ilícitos. Entre el año 2000 y 2003, este sector creció a una tasa promedio anual de 2,5%, superior a la tasa de crecimiento promedio del total de la economía (1,9%) para el mismo período. De esta

forma, no se puede atribuir a la actividad del sector agropecuario el estancamiento de la tasa de desempleo en el área rural dispersa.

¹² El término “urbano” hace referencia a la información que presenta el DANE para las 13 principales ciudades y áreas metropolitanas del país.

¹³ La medición de la tasa de desempleo a nivel nacional incluye la información de la encuesta para las 13 principales ciudades, otras cabeceras municipales y el área rural dispersa.

La generación de empleo ha sido dinámica para el período de 2001 a 2004. A nivel nacional, el número de ocupados aumentó en 1,2 millones de personas (equivalente a una tasa de 7,5% para el período), mientras que a nivel urbano 687.000 personas encontraron empleo (un aumento de 9,7%). Para el mismo período, la tasa de desempleo de las 13 principales ciudades disminuyó de 19,2% a 17,7%, y de 15,8% a 14,9% a nivel nacional (Cuadro 17). Más importante aún, la disminución del desempleo urbano ha sido principalmente el resultado de un aumento en la tasa de ocupación (de 80,8% a 88,9%), y no tanto de una reducción en la tasa global de participación.

En cuanto a la calidad del empleo, la información disponible muestra que aunque la tasa de subempleo aumentó a partir de 2001, en el último año ha habido una mejoría importante que se ha reflejado en una reducción del número de subempleados por horas, aunque en los dos últimos meses se ha observado un movimiento contrario (Gráfico 22)¹⁴.

Otro indicador sobre la calidad del empleo se obtiene a partir de los afiliados al sistema de pensiones en el régimen de ahorro individual con solidaridad. De acuerdo con la información que presenta la Superintendencia Bancaria, entre los años 2002 y 2004 el total de afiliados al sistema creció en 890 mil personas (19,9%) (Gráfico 23). Al tener en cuenta el origen de la afiliación, se encuentra que del total de los nuevos afiliados, sólo 35 mil corresponden a traslados del ISS (personas que estaban cotizando en esa entidad y se trasladaron a una administradora de fondos de pensiones, AFP). De este modo, el número de personas que ingresó al sistema (personas que antes no cotizaban al sistema de pensiones) aumentó en más de 800 mil, que explican el 90% de las nuevas afiliaciones. Finalmente, según información de la Federación de

¹⁴ Se debe aclarar que la medición del subempleo es de alguna forma subjetiva, en la medida en que incorpora los resultados de una encuesta cualitativa. Por ejemplo, una persona se clasifica subempleada si considera que su empleo actual es inadecuado para sus competencias, si percibe que puede trabajar más horas en el día o si estima que el ingreso que devenga es insuficiente, entre otras razones. Una mejor medición es la del subempleo por horas. Sin embargo en el caso colombiano, la medición del subempleo por horas en el área rural no es muy confiable, dadas las características de la jornada laboral en el campo.

CUADRO 17

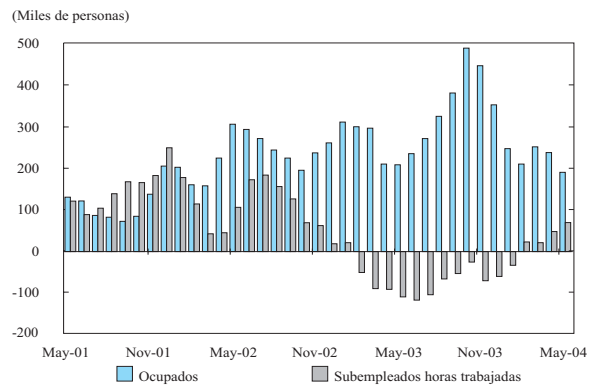
TASAS DE OCUPACIÓN, DESOCUPACIÓN Y SUBEMPLEOS (PORCENTAJE)

	Ocupados	Desocupados	Subempleados	Subempleo por horas
Total nacional				
2001	84,2	15,8	29,1	13,6
2002	83,9	16,1	33,9	14,6
2003	85,3	14,7	30,2	11,4
2004	85,1	14,9	31,6	13,3
Trece ciudades				
2001	80,8	19,2	29,1	13,2
2002	83,5	19,0	32,2	14,0
2003	86,7	18,6	32,7	12,9
2004	88,9	17,7	32,1	13,5

Metodología: Cálculos con promedios de enero -mayo de las respectivas poblaciones. Fuente: DANE, encuesta continua de hogares (ECH).

GRÁFICO 22

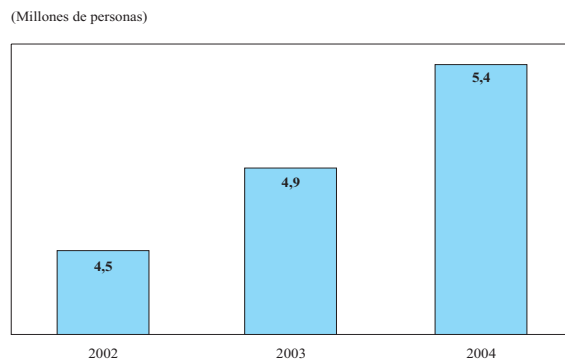
CREACIÓN DE EMPLEO, 13 CIUDADES PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 3



Fuente: DANE.

GRÁFICO 23

TOTAL DE AFILIADOS AL RÉGIMEN DE AHORRO INDIVIDUAL CON SOLIDARIDAD



Fuente: Superintendencia Bancaria, Boletines de prensa para el mes de abril.

Cajas de Compensación Familiar (Fedecajas) en el primer trimestre de 2004 más de 14.000 nuevas empresas se han afiliado o vinculado a las cajas de compensación y el número de trabajadores beneficiados con los servicios de las cajas se incrementó en 4,1% entre 2002 y 2003 al pasar de 3,4 m a 3,6 m de personas.

D. BALANZA DE PAGOS

1. Comportamiento de la balanza de pagos durante el primer trimestre de 2004

En el primer trimestre de 2004, la balanza de pagos arrojó un déficit en cuenta corriente de US\$722 m (-3,3% del PIB trimestral), que se financió con flujos de capital por US\$945 m (4,3% del PIB), y otros recursos (errores y omisiones) por US\$197 m. La acumulación de reservas brutas (sin incluir valorizaciones) fue de US\$420 m y a marzo su saldo fue de US\$11.332 m (Cuadro 18).

a. Cuenta corriente

Entre enero y marzo de 2004 el déficit en cuenta corriente alcanzó US\$722 m, como resultado del balance deficitario en el rubro de la renta de los factores (-US\$1.012 m) y de la balanza comercial de bienes y servicios no factoriales (-US\$455 m), los cuales fueron parcialmente compensados por los ingresos netos de transferencias corrientes que se estiman en US\$745 m.

Por concepto de renta de los factores se registraron mayores pagos (US\$89 m) respecto a igual período de 2003, debido a intereses por concepto de deuda externa pública que aumentaron US\$80 m, y al menor rendimiento de las inversiones en el exterior tanto del portafolio de las reservas como del sector privado, US\$22 m, originado principalmente en el fortalecimiento del dólar frente al euro y el yen, así como la baja rentabilidad de las inversiones externas.

Aunque el déficit en la balanza comercial durante el primer trimestre de 2004 fue igual al observado un año atrás, US\$64 m, su composición es bien diferente. El Cuadro 19 resume el comportamiento de las exportaciones por producto durante el primer trimestre de 2004. Como se aprecia, las ventas externas totalizaron US\$3.258 m, con un crecimiento de US\$297 m (10,0%). El aumento de las exportaciones se originó en los mayores ingresos externos por concepto de ferróníquel, carbón, café y productos no tradicionales del sector industrial.

Los ingresos por ventas al exterior de ferróníquel aumentaron en US\$79 m debido a los mayores precios de exportación (89,8%), no obstante la caída registrada en las cantidades despachadas (2,0%)¹⁵; a su vez, las exportaciones de

¹⁵ La tendencia creciente de los precios internacionales del níquel se debe a la mayor demanda mundial de este producto por parte de China e Italia.

BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA - RESUMEN

	Millones de dólares			Como % del PIB			Diferencia 2004-2003 Millones de dólares
	2003 I Trim. (pr)	2004 I Trim. (e)	2004 Año (proy)	2003 I Trim. (pr)	2004 I Trim. (e)	2004 Año (proy)	
I. CUENTA CORRIENTE	(626)	(722)	(1.614)	(3,4)	(3,3)	(1,8)	(96)
Ingresos	4.466	4.734	21.072	24,1	21,3	23,2	268
Egresos	5.092	5.456	22.686	27,5	24,6	25,0	364
A. Bienes y servicios no factoriales	(410)	(455)	(1.331)	(2,2)	(2,1)	(1,5)	(46)
1. Bienes	(64)	(64)	335	(0,3)	(0,3)	0,4	0
Exportaciones	3.142	3.360	15.167	17,0	15,1	16,7	218
Importaciones	3.206	3.424	14.831	17,3	15,4	16,3	218
2. Servicios no factoriales	(345)	(391)	(1.666)	(1,9)	(1,8)	(1,8)	(46)
Exportaciones	411	452	1.878	2,2	2,0	2,1	41
Importaciones	757	844	3.544	4,1	3,8	3,9	87
B. Renta de los factores	(923)	(1.012)	(3.622)	(5,0)	(4,6)	(4,0)	(89)
Ingresos	139	117	452	0,8	0,5	0,5	(22)
Egresos	1.062	1.130	4.074	5,7	5,1	4,5	67
C. Transferencias corrientes	706	745	3.339	3,8	3,4	3,7	39
Ingresos	773	804	3.575	4,2	3,6	3,9	31
Egresos	67	59	236	0,4	0,3	0,3	(8)
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	327	945	1.963	1,8	4,3	2,2	618
A. Cuenta financiera	327	945	1.963	1,8	4,3	2,2	618
1. Flujos financieros de largo plazo	440	112	1.062	2,4	0,5	1,2	(328)
a. Activos	48	27	115	0,3	0,1	0,1	(21)
i. Inversión directa colombiana en el exterior	48	27	115	0,3	0,1	0,1	(21)
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	490	139	1.203	2,6	0,6	1,3	(352)
i. Inversión extranjera directa en Colombia	314	546	1.483	1,7	2,5	1,6	233
ii. Préstamos 1/	155	(380)	3	0,8	(1,7)	0,0	(535)
Sector público	594	(242)	638	3,2	(1,1)	0,7	(836)
Sector privado	(440)	(139)	(636)	(2,4)	(0,6)	(0,7)	301
iii. Arrendamiento financiero	22	(27)	(282)	0,1	(0,1)	(0,3)	(49)
Sector público	4	(3)	15	0,0	(0,0)	0,0	(7)
Sector privado	18	(24)	(297)	0,1	(0,1)	(0,3)	(42)
iv. Otros pasivos	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
Sector público	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
Sector privado	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
c. Otros Mov. financieros de largo plazo	(2)	0	(26)	(0,0)	0,0	(0,0)	2
2. Flujos financieros de corto plazo	(113)	833	902	(0,6)	3,8	1,0	946
a. Activos	304	(509)	(743)	1,6	(2,3)	(0,8)	(813)
i. Inversión de cartera	247	(144)	(692)	1,3	(0,7)	(0,8)	(391)
Sector público	267	(300)	(314)	1,4	(1,4)	(0,3)	(568)
Sector privado	(20)	156	(378)	(0,1)	0,7	(0,4)	176
ii. Préstamos 2/	57	(365)	(51)	0,3	(1,6)	(0,1)	(422)
Sector público	5	6	0	0,0	0,0	0,0	1
Sector privado	52	(371)	(51)	0,3	(1,7)	(0,1)	(423)
b. Pasivos	191	324	158	1,0	1,5	0,2	133
i. Inversión de cartera	(16)	94	0	(0,1)	0,4	0,0	110
Sector público	4	78	0	0,0	0,4	0,0	74
Sector privado	(20)	16	0	(0,1)	0,1	0,0	36
ii. Préstamos 2/	207	230	158	1,1	1,0	0,2	23
Sector público	(230)	(81)	0	(1,2)	(0,4)	0,0	149
Sector privado	437	311	158	2,4	1,4	0,2	(126)
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	28	197	0	0,1	0,9	0,0	170
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 3/	(271)	420	349	(1,5)	1,9	0,4	691
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	10.620	11.332	11.258	11,7	12,5	12,4	711
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	10.616	11.330	11.256	11,7	12,5	12,4	714
Meses de importación de bienes	9,93	9,93	9,11				
Meses de importación de bienes y servicios	8,04	7,96	7,35				
PIB nominal en millones de dólares	18.502	22.188	90.870				
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	(272)	424	353	(1,5)	1,9	0,4	695

Supuestos 2004: Precios de exportación: café US\$0,75 / libra (Exdock); petróleo US\$34,61 / barril; crecimiento de importaciones de bienes 11,9% (13,0% sin Plan Colombia y sin Plan Fortaleza).

(pr) Preliminar. (e) Estimado. (proy) Proyectado.

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

2/ Incluye préstamos directos, crédito comercial y otros activos y pasivos.

3/ Según metodología de la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

**EXPORTACIONES FOB
SEGÚN PRINCIPALES PRODUCTOS Y SECTORES ECONÓMICOS (PR)**
(MILLONES DE DÓLARES)

	Enero-Marzo		Variación	
	2003	2004	Absoluta	%
Exportaciones tradicionales	1.398,3	1.609,2	210,8	15,1
Café	190,6	232,0	41,4	21,7
Carbón	246,0	322,2	76,3	31,0
Ferroniquel	88,4	167,8	79,4	89,8
Petróleo y derivados	873,4	887,1	13,7	1,6
Exportaciones no tradicionales 1/	1.562,6	1.649,0	86,4	5,5
Sector agropecuario	363,4	319,8	(43,5)	(12,0)
Sector industrial	1.064,2	1.175,3	111,1	10,4
Sector minero 2/	135,0	153,9	18,9	14,0
Total exportaciones	2.961,0	3.258,2	297,2	10,0

(pr) Preliminar.

1/ No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras. Incluye ajustes de balanza de pagos.

2/ Incluye oro y esmeraldas.

Fuente: DANÉ y Banco de la República.

carbón crecieron US\$76 m, ocasionadas tanto por el crecimiento del volumen exportado (22,0%)¹⁶ como de los precios de venta (10,4%). Por su parte, las ventas externas de café registraron US\$232 m durante el primer trimestre de 2004, lo cual mostró una tasa de crecimiento del 21,7% frente al año anterior, resultado de los mayores volúmenes exportados (16,9%) y, en menor medida, el aumento en la cotización internacional del grano (6,1%).

Las exportaciones de hidrocarburos sumaron US\$887 m, monto superior en US\$14 m al observado en igual período de 2003. Esta variación se explica por el aumento de las exportaciones de derivados del petróleo (15,8%), mientras que, por el contrario, las de crudo descendieron 3,5%. La disminución de las ventas de petróleo obedece al descenso en los volúmenes vendidos al exterior (9,3%), compensado parcialmente por el aumento de los precios de exportación que pasaron de US\$31,34 por barril en promedio en 2003 a US\$32,70 por barril en promedio a marzo de 2004¹⁷.

¹⁶ Este comportamiento se atribuye, principalmente, a los mayores volúmenes de carbón demandados por la Unión Europea.

¹⁷ El descenso de los volúmenes exportados se explica por el agotamiento de los campos más grandes del país. Vale la pena mencionar que el comportamiento del precio internacional del crudo durante el primer trimestre de 2004 ha aumentado de manera sostenida, y cerró, al terminar el trimestre, en niveles superiores a US\$35 por barril, tendencia asociada con los bajos inventarios en los Estados Unidos, la lenta recuperación de la producción de Iraq y la fuerte demanda, en particular, de los Estados Unidos y Asia.

Por su parte, las exportaciones no tradicionales fueron adquiridas básicamente por el mercado regional de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI) con una participación del 37,5% en el valor total exportado de este grupo de bienes, destacándose la demanda de productos industriales. Vale la pena mencionar la recuperación de las exportaciones de estos productos despachados hacia el mercado venezolano, que creció 130,5% (US\$118 m) (Cuadro 20). Las ventas externas de productos del sector agropecuario cayeron US\$44 m, en particular las de banano con destino a la Unión Europea y los Estados Unidos.

Durante el primer trimestre de 2004 el valor de las importaciones FOB ascendió a US\$3.367 m con un aumento de US\$225 m (7,2%) frente al mismo período de 2003 (Cuadro 21). El incremento de las importaciones se explica principalmente por el mayor valor de las compras externas de productos intermedios (US\$217 m, 15,8%), en particular los destinados al sector industrial. La importación de bienes de consumo aumentó en US\$52 m (9,6%) debido a la mayor demanda de vehículos de transporte particular, máquinas y aparatos de uso doméstico. Por su parte, los bienes de capital registraron un descenso de US\$44 m (3,6%), que estuvo motivado por la caída de las adquisiciones de equipo de transporte (US\$150 m), la cual fue compensada parcialmente con el crecimiento de las compras de maquinaria y equipos industriales (US\$80 m).

CUADRO 20

VALOR EN DÓLARES DE LAS EXPORTACIONES DE COLOMBIA, POR PAÍS DE DESTINO
(ENERO-MARZO, 2004)
(CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL)

	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	Resto	Total
Totales	5,0	109,2	9,0	26,5	32,3	12,5	4,6	10,0
No tradicionales	(0,9)	109,7	9,8	(7,4)	24,3	(5,7)	(7,2)	5,5
Sector agropecuario	(11,4)	8,0	9,6	(0,3)	29,6	(46,6)	(21,5)	(12,0)
Sector industrial	8,3	130,5	(2,3)	(3,1)	14,2	(5,0)	(4,6)	10,4
Alimentos, bebidas y tabaco	17,8	89,5	(19,0)	(3,3)	55,5	107,0	(15,0)	6,5
Hilados y tejidos	35,7	635,0	21,2	n.a.	(18,2)	25,6	(11,5)	44,2
Confecciones	15,4	71,6	23,9	n.a.	(30,4)	2,3	20,6	17,2
Productos plásticos y de caucho	28,0	68,9	(4,9)	n.a.	0,0	(40,9)	26,0	7,5
Cuero y sus manufacturas	(6,3)	263,0	(11,4)	350,0	0,0	34,7	17,0	14,3
Madera y sus manufacturas	13,5	96,9	71,4	n.a.	(33,3)	1.053,8	(41,9)	(7,5)
Artes gráficas y editorial	(17,6)	65,8	3,0	8,8	(33,3)	(20,5)	(16,0)	(3,3)
Industria química	22,6	120,9	(3,6)	(29,4)	0,0	(14,5)	(2,0)	11,1
Minerales no metálicos	(31,2)	233,1	(8,6)	n.a.	n.a.	(38,5)	(25,8)	(20,7)
Industria metales comunes	22,4	113,1	(8,3)	(40,0)	14,3	(21,6)	14,7	18,2
Maquinaria y equipo	26,3	214,6	(5,3)	166,7	250,0	(28,8)	(17,2)	17,0
Material de transporte	(5,2)	672,4	(5,7)	0,0	50,0	(53,4)	(36,9)	61,6
Aparatos de óptica, cine y otros	6,9	125,0	(23,4)	300,0	(16,7)	165,9	14,2	16,2
Otras industrias	15,7	78,0	63,6	(90,0)	(50,0)	7,8	26,7	30,1
Sector minero (*)	(3,5)	148,3	1.598,3	(15,4)	28,6	(75,6)	21,2	14,0

n.a. No aplica.

(*) Incluye oro y esmeraldas.

Fuente: DANE y Banco de la República.

IMPORTACIONES (FOB), SEGÚN DESTINO ECONÓMICO (PR)
(MILLONES DE DÓLARES)

	Enero-Marzo		Variación	
	2003	2004	Absoluta	%
Bienes de consumo	545,7	598,0	52,3	9,6
Duraderos	246,3	291,5	45,2	18,4
No duraderos	299,4	306,5	7,1	2,4
Bienes intermedios	1.375,2	1.592,6	217,4	15,8
Combustibles y lubricantes (*)	64,3	62,1	(2,2)	(3,4)
Para la agricultura	119,7	135,3	15,6	13,0
Para la industria	1.191,2	1.395,2	204,0	17,1
Bienes de capital	1.218,6	1.174,5	(44,1)	(3,6)
Materiales de construcción	37,7	61,8	24,1	63,9
Para la agricultura	10,1	12,0	1,9	18,8
Para la industria	625,4	705,4	80,0	12,8
Equipo de transporte	545,4	395,3	(150,1)	(27,5)
Bienes no clasificados	1,8	1,4	(0,4)	(22,2)
Importaciones totales	3.141,3	3.366,5	225,2	7,2

(pr) Preliminar.

(*) Incluye derivados del petróleo y del carbón.

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

b. Cuenta de capital

Durante el primer trimestre de 2004, la cuenta de capital y financiera presentó ingresos netos de recursos a la economía por US\$945 m, superiores en US\$618 m a los obtenidos en igual período del año anterior (Cuadro 18).

La inversión extranjera directa neta¹⁸ fue de US\$519 m, monto superior en US\$254 m respecto del valor registrado en igual período en 2003. Por sectores, la inversión directa en Colombia se destinó en gran parte al sector de minas y canteras (US\$312 m), petróleo (US\$102 m) y a la actividad manufacturera y financiera (US\$43 m y US\$33 m, respectivamente).

El flujo de financiamiento de largo plazo de los sectores público y privado, incluyendo operaciones de arrendamiento financiero, fue de -US\$245 m y -US\$163 m, respectivamente. Cabe mencionar que el sector público disminuyó sus pasivos netos con el exterior en US\$843 m, con respecto al primer trimestre de 2003, en tanto que el sector privado incrementó su posición deudora neta con el exterior en US\$259 m.

Se destaca que los recursos externos del sector público se obtuvieron principalmente a través de la colocación de bonos en los mercados internacionales, US\$500 m, de préstamos con las entidades multilaterales y la banca comercial US\$136 m, y compra de títulos de deuda por parte de fondos del exterior, US\$78 m. Los pagos de deuda externa del sector público se efectuaron principalmente por concepto de préstamos y bonos, US\$528 m y US\$419 m, en su orden. Por su parte, el

¹⁸ Se refiere a inversión extranjera directa en Colombia menos la inversión directa de colombianos en el exterior.

sector privado recibió desembolsos por concepto de préstamos por un valor de US\$568 m, superiores en US\$116 m a los obtenidos en igual período de 2003, en tanto que redujo sus amortizaciones en US\$64 m. Así mismo, acorde con el crecimiento económico y con la evolución de las importaciones, el sector privado obtuvo recursos para crédito comercial por US\$84 m.

Por su parte, el flujo de capitales de corto plazo mostró un ingreso neto por US\$833 m, hecho que contrasta con los US\$113 m de salidas netas al exterior contabilizadas en igual período de 2003. Las entradas registradas durante 2004 corresponden principalmente al mayor endeudamiento de corto plazo del sector privado (US\$311 m) y a la liquidación de inversiones en el exterior del sector público (US\$300 m).

c. Variación de las reservas internacionales

Como resultado de los movimientos de bienes y servicios y de capital entre enero y marzo de 2004, se presentó una acumulación de reservas internacionales brutas, sin incluir valorizaciones, de US\$420 m. Su saldo ascendió a US\$11.332 m, equivalente a 9,9 meses de importación de bienes, 8,0 meses de importaciones de bienes y servicios y 1,4 veces el valor de las amortizaciones de deuda pública y privada que tienen vencimiento residual de un año.

2. Perspectivas de la balanza de pagos para 2004

De acuerdo con la proyección actual de balanza de pagos, en 2004 el déficit en cuenta corriente ascendería a US\$1.614 m (1,8% del PIB). La financiación de este déficit sería por ingresos de capital esperados por US\$1.963 m (2,2% del PIB), originados en entradas netas de capital de largo y corto plazos por US\$1.062 m y US\$902 m, respectivamente (Cuadro 18).

En relación con la estimación de cuenta corriente, se prevé un crecimiento en el nivel de las exportaciones de 14,5%, sin incluir las operaciones especiales de comercio. En particular, se espera un incremento de las ventas externas en dólares de bienes tales como ferróníquel (37,4%), carbón (27,0%), petróleo y derivados (22,2%), café (13,2%) y productos no tradicionales (8,2%). Adicionalmente, el crecimiento esperado en las importaciones de bienes asciende a 11,9% en respuesta a un mayor crecimiento de la economía.

Con respecto a las operaciones de capital, se esperan flujos de inversión extranjera directa neta por US\$1.367 m y un endeudamiento externo neto del sector público de largo plazo de US\$653 m, incluyendo arrendamiento financiero. Por el contrario, la proyección contempla pagos netos de deuda de largo plazo del sector privado por US\$933 m. El comportamiento de los flujos de corto plazo lo explicaría fundamentalmente la liquidación de las inversiones en el exterior por parte del sector privado, US\$378 m, y del sector público, US\$314 m, en particular del Gobierno y del Fondo de Ahorro e Inversión Petrolera (FAEP).

EL SALARIO MÍNIMO COMO INSTRUMENTO REDISTRIBUTIVO

El objetivo primordial del salario mínimo (SM) en la mayor parte de los países del mundo es garantizar un estándar de vida básico para el trabajador y su familia. No obstante, el balance final de una introducción o modificación del SM sobre el bienestar de los individuos es ambiguo respecto a la tasa de ocupación, a la tasa de desempleo y a su impacto redistributivo en favor de los hogares más pobres. Esto, sin contar con otros efectos distorsionantes sobre las decisiones de las firmas frente a sus demandas factoriales respecto de las decisiones de búsqueda, participación laboral, y formación de capital humano de los trabajadores y sobre los balances macroeconómicos. Es por esto que su determinación produce fuertes debates entre distintos grupos de interés y su evaluación como instrumento para luchar contra la pobreza es una tarea empírica.

En la mayor parte de los países del mundo la existencia de un SM tiene por objeto garantizar un estándar de vida básico para el trabajador y su familia. No obstante, a la hora de definir su nivel o incrementos y la base de sus beneficiarios, poco se conoce de sus efectos distorsionantes sobre el mercado laboral y sobre las condiciones de vida de los grupos más pobres.

Como bien lo expone Richard B. Freeman¹ “los efectos distributivos del SM dependen del mercado laboral y del sistema distributivo en el cual opera, del nivel del SM, y de su cumplimiento. En el mejor de los casos, el SM mejora la distribución de ingresos a favor de los trabajadores con bajos ingresos... En el peor de los casos, los salarios mínimos reducen la participación de los ingresos que van a los peor pagados dejando muchos desempleados. Ninguno de estos resultados está garantizado...”.

En un modelo en donde el mercado laboral está segmentado entre un sector cubierto por el SM y un sector descubierto, y en donde los agentes operan en competencia perfecta, los aumentos en el SM tienden a disminuir el empleo en el sector cubierto al aumentar los costos y, por ende, los precios de los bienes finales, disminuyendo las ventas y el empleo. En el largo plazo, este efecto es mayor, dado que la demanda de trabajo se vuelve más elástica como consecuencia de una mayor sustitución de capital por trabajo.

El mayor número de desempleados en el sector cubierto se reparte entre aquellos que continúan buscando empleo en el sector cubierto, los que se mueven al sector descubierto y quienes prefieren estar inactivos. La mayor oferta en el sector descubierto induce menores salarios y un mayor nivel de ocupación en este sector. En consecuencia, el efecto final sobre el empleo total depende de la respuesta del empleo frente al salario tanto en el sector cubierto como en el descubierto y de la magnitud del cambio en el SM.

Los ganadores de un aumento en el SM son aquellos que mantienen su trabajo en el sector cubierto², mientras que los perdedores son aquellos que pierden su trabajo, los consumidores intensivos en bienes producidos por el sector

¹ Freeman R. (1996). “The minimum wage as a redistributive tool”, en *Economic Journal*, No. 106, mayo, pp. 639-649.

² No solo aquellos que ganan justo el SM, sino también aquellos con ingresos mayores, pero que están atados al SM por la curva salarial.

cubierto que ahora son más costosos y las firmas que enfrentan menores utilidades. También pierden los trabajadores previamente ocupados en el sector descubierto, quienes verán reducidos sus salarios como resultado de la mayor oferta laboral en este sector.

En este modelo, los ingresos totales de los trabajadores en el sector cubierto aumentan siempre que la elasticidad o respuesta de la demanda de trabajo al SM en este sector sea menor que uno. En este caso, el aumento de los ingresos laborales de quienes retienen su trabajo al nuevo SM supera la reducción de los ingresos de quienes lo pierden. Por su parte, los ingresos de los trabajadores del sector descubierto disminuyen si la elasticidad del empleo al salario es menor que uno, ya que los menores ingresos derivados de la caída en los salarios por un aumento en la oferta superan los mayores ingresos producto del empleo adicional en este sector.

No obstante, no todas las contrataciones laborales son el resultado de mercados competitivos. El SM mejora el ingreso de los trabajadores cubiertos por la legislación en mercados imperfectos donde la firma es un monopsonio, por ser el único empleador en el mercado o porque existen fricciones asociadas con el proceso de búsqueda de trabajo. En este caso, la firma paga salarios por debajo de la productividad marginal del trabajo y contrata una cantidad de trabajo inferior a la de competencia perfecta. Por consiguiente, el SM sirve como precio regulado para igualar el salario a la productividad marginal induciendo a la firma a producir con un mayor nivel de empleo y de ingresos para los trabajadores.

Adicionalmente, cuando las firmas deben generar incentivos e incurrir en costos de monitoreo para garantizar un nivel adecuado de esfuerzo por parte de los trabajadores, el SM puede producir mayores niveles de empleo y de ingreso como lo predice la teoría de los salarios eficientes. En este caso, hay una relación positiva entre salarios y productividad, ya que el esfuerzo (entre otras razones, por mejor alimentación y salud) de los trabajadores está asociado a sus ingresos. En este sentido, la imposición del SM puede aumentar la productividad de los trabajadores con bajos ingresos aumentando la demanda de trabajo de la firma³.

Pero el SM no sólo afecta la demanda laboral sino también modifica las decisiones del lado de la oferta. En primer lugar, algunos de los que pierden su trabajo en el sector formal pueden preferir permanecer inactivos a aceptar los salarios del sector descubierto. La reducción en los salarios relativos de calificados a no-calificados puede inducir a los más calificados a disminuir sus horas de trabajo. Los episodios de búsqueda en el sector cubierto pueden aumentar, induciendo un mayor número de trabajadores desalentados. Por su parte, la pérdida de empleo o la reducción en los ingresos de los miembros cabeza de familia puede inducir un aumento en la participación de los otros miembros del grupo familiar.

Como ocurre con cualquier mercado regulado, las firmas y los trabajadores buscan mecanismos de elusión del SM bajo nuevas formas de contratación laboral o mediante la informalización de la actividad productiva. De esta manera, los beneficios potenciales del SM se erosionan en una especie de curva de Laffer⁴, y se introduce una distorsión adicional en la economía al aumentar su grado de informalidad reduciendo su crecimiento potencial⁵.

³ El mismo argumento se esgrime en un modelo en el que la firma tiene que monitorear el esfuerzo de los individuos. Al aumentar los ingresos vía SM, algunos de los trabajadores se verán motivados a mejorar su desempeño y la firma podrá liberar recursos destinados a monitorear para contratar más trabajadores.

⁴ La Curva de Laffer fue formulada originalmente con referencia al efecto de las tasas de tributación sobre la recaudación de impuestos: a partir de cierto punto unas mayores tasas impositivas reducen los recaudos en lugar de aumentarlos.

⁵ Loaiza, N. (1996). "The Economics of the Informal Sector: A Simple Model and Some Empirical Evidence from Latin America", en *Carnegie-Rochester Conf. Series Public Policy*, No.45, pp.129-162.

El impacto final sobre el bienestar de los hogares depende de los efectos individuales sobre cada uno de sus miembros, pero también de las decisiones del grupo familiar como un todo sobre participación laboral, inversión en capital humano (desescolarización) y provisión de bienes y servicios en el interior de la familia (“seguridad social” para miembros de tercera edad).

En consecuencia, el balance final de una introducción o modificación del SM es incierto respecto a la tasa de ocupación, a la tasa de desempleo y a su impacto redistributivo a favor de los hogares más pobres. Esto sin contar con otros efectos (positivos o negativos) que puedan derivarse de las distorsiones en las decisiones de las firmas, frente a sus demandas factoriales; de los trabajadores sobre sus decisiones de búsqueda y de participación laboral, y sobre los balances macroeconómicos. Es por esto que su determinación produce fuertes debates entre distintos grupos de interés y su evaluación como instrumento para luchar contra la pobreza es una tarea empírica (Véase Recuadro 2).

RECUADRO 2

EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE EL EFECTO REDISTRIBUTIVO DEL SALARIO MÍNIMO

La legislación laboral en torno al salario mínimo (SM) está fundamentada en un principio de equidad y de sustentación de los ingresos de los más pobres. La evidencia internacional, basada principalmente en economías desarrolladas, donde el SM sólo incide sobre segmentos específicos del mercado laboral (trabajadores jóvenes), parece indicar que los efectos sobre el empleo o no son significativos o son levemente negativos. Sin embargo, si el objetivo es aliviar las condiciones económicas de los más pobres, este diagnóstico no es completo. Estudios recientes han encontrado que gran parte de los trabajadores que ganan SM son solteros y sin hijos o pertenecen a familias con condiciones económicas favorables en donde estos no son los principales aportantes de ingresos en el grupo familiar.

En cambio, la evidencia para países en desarrollo presenta resultados mixtos. Mientras que algunos trabajos reportan reducción en niveles de pobreza inducidos por aumentos en el SM pero sólo en períodos de auge, otros hallan este resultado pero para períodos de recesión. Más recientemente, Saget (2001)¹, en un panel de economías en desarrollo encuentra que, controlando por el nivel de desarrollo, salario promedio y localización, el SM tiende a reducir los niveles nacionales de pobreza.

Adicionalmente, en algunos países de América Latina se ha encontrado que el SM juega un papel importante como numerario en la fijación de salarios creando efectos de contagio (“*spill over*”) sobre trabajadores con ingresos laborales arriba del mínimo y también sobre aquellos que ganan por debajo de este, especialmente en el sector informal (efecto “*farol*”).

El gran potencial del SM para moldear la distribución de salarios es particularmente marcado en el caso colombiano, donde la existencia de un SM afecta la distribución de ingresos individuales, al desplazar una parte de los individuos

¹ Saget, C. (2001). “Is the Minimum Wage an Effective Tool to Promote Decent Work and Reduce Poverty? The Experience of Selected Developing Countries”, International Labour Office Employment, No. 13, *International Institute for Labour Studies*, Ginebra.

que se encuentra ganando menos que un SM hacia niveles iguales o superiores a éste. No obstante, hay también evidencia de un efecto negativo significativo sobre el empleo. En este sentido, el efecto final de SM sobre el bienestar de los hogares más pobres dependerá de la composición ocupacional de sus miembros y de qué tan sensible es su situación laboral, tanto en términos de ingresos como de sus ocupaciones, a cambios en el SM.

Los trabajos sobre SM en Colombia se han orientado a estudiar la relación entre éste, el empleo y la inflación, siendo pocos los que estudian sus efectos a nivel de los individuos o de las familias. Bell (1997)² encuentra que el SM tiene un efecto negativo sobre el empleo no calificado, con una elasticidad de entre -0,2 y -1,22. Por su parte, Hernández y Lasso (2000)³ encuentran una elasticidad de -0,43 para el empleo de los jóvenes (aun cuando no significativa). Robbins (2003)⁴ muestra que el SM o no tiene efecto significativo sobre el empleo de no-calificados o en algunas de sus estimaciones el efecto es positivo. Infortunadamente, en su trabajo econométrico para el período de 1976 a 2002 se incluye la tasa de interés activa, la cual es una pobre aproximación del costo de uso del capital para el período en mención⁵.

Por su parte, Maloney y Núñez (2001)⁶ encuentran que el SM aumenta los ingresos individuales pero también la probabilidad de perder el empleo, no solo para individuos alrededor del mínimo sino también aquellos con salarios por encima y por debajo del mínimo y sobre los trabajadores en el sector informal. Con base en estas estimaciones Ángel-Urdinola y Wodon (2003)⁷ calculan que los efectos regresivos asociados con pérdidas de empleo superan los efectos progresivos relacionados con las ganancias en salarios induciendo mayor inequidad.

Arango y Pachón (2004)⁸ se concentran en quizás la razón más importante por la cual se defiende la institución del SM a pesar de sus posibles efectos distorsionantes sobre el mercado laboral: su efecto sobre los ingresos de los hogares más pobres.

El estudio encuentra, que en Colombia los grupos humanos en donde hay una mayor participación relativa de individuos trabajando con salarios alrededor del mínimo son los hijos solteros, las personas separadas o viudas y otros familiares del jefe del hogar. Por edad, son los jóvenes entre 12 y 19 e individuos entre 20 y 34 años los que tienen una mayor proporción que gana justo el mínimo y, por nivel educativo, aquellos que no han finalizado la secundaria. Más importante aun para evaluar las bondades del SM como instrumento orientado a mejorar el bienestar de los hogares más pobres, estos tienen una baja proporción relativa de individuos que gana alrededor del mínimo y un mayor número de miembros de familia que trabaja en el sector descubierto. Así mismo, es en los estratos más bajos en donde una gran proporción de jefes de hogar trabaja en el sector descubierto, son desempleados, no asalariados o trabajadores por

² Bell, Linda A. (1997). "The Impact of Minimum Wages in Mexico and Colombia", en *Journal of Labour Economics*, Vol. 15, No. 3, pp. 103-135.

³ Hernández G.; y Lasso F. (1999). "El efecto del salario mínimo sobre el empleo", Mimeo., DNP, Colombia.

⁴ Robbins, Donald J. (2003). "Empleo y desempleo en Colombia El impacto de la legislación laboral y de las políticas salariales (1976/1999)", Documentos de economía, Facultad de Economía, Pontificia Universidad Javeriana, No.8.

⁵ Recordemos que durante el período de 1975 a 1985 el sistema financiero experimentó una fuerte desregulación financiera y surgieron instrumentos financieros como el CDT haciendo que el nivel de competencia entre entidades financieras aumentara considerablemente.

⁶ Maloney, W. F., y J. Núñez (2001). "Measuring the Impact of Minimum Wages: Evidence from Latin America", en Heckman J.; Pagés, C. (eds.) *Law and Employment: Lessons from Latin America and the Caribbean*. Cambridge, Mass. y Chicago, I. L., National Bureau of Economic Research y Universidad de Chicago.

⁷ Ángel-Urdinola, Diego F.; Wodon, Quentin (2003). "The Impact on Inequality of Raising the Minimum Wage: Gap-Narrowing and Reranking Effects", en Archivos de Economía, DNP, No. 240.

⁸ Arango, Carlos A.; Pachón, Angélica (2004). "Minimum Wage in Colombia: Holding the Middle with a Bite on the Poor", en Borradores de Economía, Banco de la República, No. 280.

cuenta propia, los cuales no pueden beneficiarse del SM. Así las cosas, no es claro, a primera vista, que el SM pueda beneficiar a las familias más pobres.

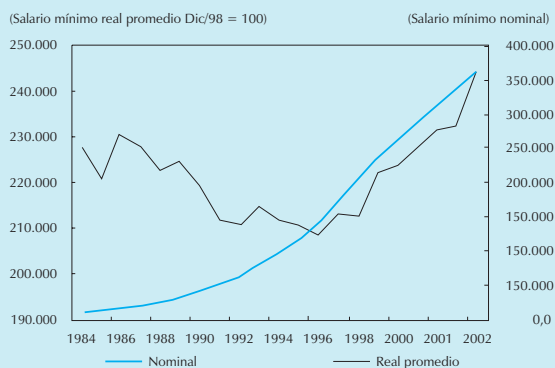
Usando datos en panel para las siete ciudades principales durante el período de 1984 a 2001, Arango y Pachón (2004) encuentran un efecto positivo del SM sobre los ingresos de los hogares. No obstante, éste solo es significativo para aquellos hogares en la parte media y alta de la distribución de los ingresos per cápita familiares. Como resultado, el SM tiene un importante efecto distributivo, regresivo, al ampliar las brechas entre las familias más pobres y el resto. Los mismos autores encuentran un efecto negativo del SM sobre las posibilidades de empleo y las horas trabajadas por los jefes de hogar, siendo más pronunciado entre los jóvenes y mujeres cabeza de familia. Esto explica por qué el efecto neto del SM en las familias que se encuentran en la parte baja de la distribución es nulo, mientras que para las familias en la parte media y alta arroja ganancias netas positivas.

Por su parte, los miembros de familia distintos al jefe ven aumentada su tasa de participación, particularmente en aquellas familias con bajo nivel educativo, modificando otras dimensiones laborales del grupo familiar con sus potenciales efectos en materia de deserción escolar y deterioro de la calidad de vida de los más ancianos.

A pesar del efecto del SM sobre el empleo y su impacto asimétrico sobre los ingresos de los hogares, la evidencia sugiere que el SM tiende a mejorar las condiciones económicas en un 80% de las familias. Si se tiene en cuenta que más de un 50% de las familias en Colombia están por debajo de la línea de pobreza, el SM sirve a los propósitos de reducir la pobreza a pesar de generar una mayor inequidad entre los más pobres, beneficiar a familias por arriba de la línea de pobreza y distorsionar las decisiones de participación laboral del grupo familiar. Sin embargo, como lo confirman Arango y Pachón *Op. Cit.*, el SM juega un importante papel como numerario en la determinación de los ingresos laborales, incidiendo sobre el salario medio de toda la economía. Lo anterior le impone a este instrumento un límite claro, pues si este crece a ritmos incompatibles con los aumentos en la productividad media, induciría una pérdida de competitividad, una revaluación de la tasa de cambio real, un mayor desempleo y una mayor informalidad de la economía que comprometen el crecimiento y el bienestar.

Lo anterior cobra relevancia al observar las ganancias reales en el SM registradas desde finales de la década pasada en Colombia. Como se aprecia en el siguiente gráfico, el SM en términos reales registró una tasa de crecimiento de 2,0% en promedio anual entre 1996 y 2004 a pesar de que la productividad media por trabajador sólo creció 0,3% por año en el mismo período.

SALARIO MÍNIMO NOMINAL Y REAL EN COLOMBIA, 1984-2004 (*)
(PESOS)



Fuente: Cálculos del Banco de la República.
(*) Promedio anual de datos mensuales. Salario real deflactado por IPC total.

IV. EL NIVEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Desde el año 2000, las tasas de interés de las economías desarrolladas han presentado una tendencia a la baja, lo cual se ha traducido en un aumento en los precios de los activos de renta fija.

A. EL NIVEL ACTUAL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y CRITERIOS DE SU ADMINISTRACIÓN

Las reservas internacionales netas¹⁹ totalizaron en junio²⁰ de 2004 US\$11.587,8 m, superior en US\$672,2 m al saldo registrado en diciembre de 2003. El principal componente de las reservas internacionales lo constituye el portafolio de inversión con el 90,2% del total, US\$10.452,8 m. El saldo restante está distribuido en: i) la posición de reservas en el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), US\$739,3 m; ii) los DEG, US\$169,0 m; iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US\$152,1 m y, iv) los depósitos a la orden y el efectivo en caja por US\$78,3 m. Así mismo, en junio de 2004 se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$3,6 m (Cuadro 22).

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 velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario, mientras que 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 manejado 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

¹⁹ 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.

²⁰ Cifras provisionales.

PRINCIPALES COMPONENTES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
(MILLONES DE DÓLARES)

Descripción	Junio 2003	Part. %	Diciembre 2003	Part. %	Junio 2004	Part. %
Caja	63,6	0,6	77,9	0,7	78,3	0,7
Efectivo en caja	63,0	0,6	77,2	0,7	77,6	0,7
Depósitos a la orden	0,6	0,0	0,7	0,0	0,7	0,0
Inversiones	9.443,8	89,9	9.770,5	89,5	10.452,8	90,2
Portafolio directo	4.297,7	40,9	4.519,3	41,4	5.207,4	44,9
Portafolio en administración	5.146,1	49,0	5.251,2	48,1	5.245,4	45,3
Oro	112,8	1,1	136,4	1,2	128,7	1,1
En caja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
En custodia	112,8	1,1	136,4	1,2	128,7	1,1
FMI	560,6	5,3	597,2	5,5	588,1	5,1
DEG	160,2	1,5	172,5	1,6	169,0	1,5
Posición de reserva	400,4	3,8	424,7	3,9	419,0	3,6
FLAR	323,8	3,1	333,3	3,1	340,2	2,9
Aportes	303,8	2,9	313,3	2,9	320,2	2,8
Pesos andinos	20,0	0,2	20,0	0,2	20,0	0,2
Convenios Internacionales	0,3	0,0	6,0	0,1	3,4	0,0
Total reservas brutas	10.504,8	100,0	10.921,4	100,1	11.591,4	100,0
Pasivos de corto plazo	5,0	0,0	5,8	0,1	3,6	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
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	5,0	0,0	5,8	0,1	3,6	0,0
Total reservas netas	10.499,8	100,0	10.915,6	100,0	11.587,8	100,0

Fuente: Banco de la República.

en informes anteriores, estas entidades han mejorado el rendimiento de las reservas a través de un manejo especializado.

Del portafolio total de inversiones, el Banco de la República gestionó directamente US\$5.207,4 m (49,8% del total del tramo de inversiones), incluido un capital de trabajo por US\$528,0 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 50,2%, US\$5.245,4 m.

Durante el primer semestre de 2004, el índice de referencia mediante el cual se evalúa la gestión de la porción²¹ administrada por Barclays Global Investors y J. P. Morgan Investment Management Inc. registró un rendimiento²² de -0,35%,

²¹ Denominada "mandato global".

²² Tasas efectivas del período sin anualizar-cifras provisionales sujetas a revisión.

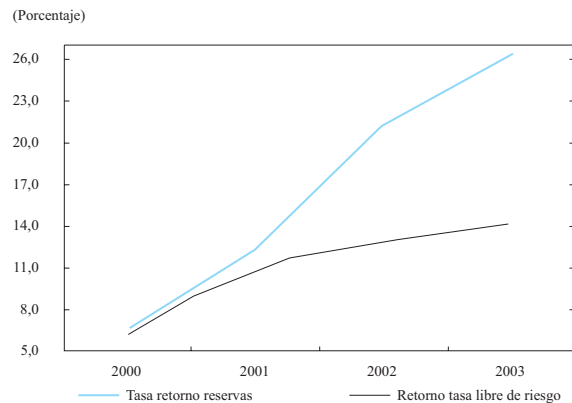
frente a rentabilidades de -0,61% y -0,38% registrados por cada uno de los administradores, respectivamente. El índice de referencia²³ para el portafolio administrado por Goldman Sachs Asset Management y Morgan Stanley Investment L. P. registró un rendimiento de 0,04% frente a 0,34% alcanzado por el primero y 0,28% por el segundo. La porción del portafolio administrada directamente por el Banco de la República, excluyendo el capital de trabajo, tuvo un rendimiento de -0,01% hasta junio de 2004, frente al 0,02% obtenido por el índice de referencia, mediante el cual se evalúa la gestión de esta porción²⁴. El capital de trabajo alcanzó un rendimiento de 0,47%.

El riesgo crediticio para el total del portafolio de inversiones se concentra principalmente en el sector soberano, incluyendo corto y largo plazos, con un 60,5% del portafolio, y la proporción restante se distribuye entre los demás sectores, así: 25,7% en el sector bancario, 12,2% en el corporativo y 1,6% en el supranacional. A junio de 2004, la distribución por calidad crediticia de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas²⁵ fue la siguiente: 42,0% “P-1”²⁶, 51,8% “AAA”, 5,8% “AA” y 0,4% “A”. La distribución del riesgo crediticio refleja el alto criterio de seguridad con que se administran las reservas internacionales.

Desde el año 2000, las tasas de interés de las economías desarrolladas han presentado una tendencia a la baja, lo cual se ha traducido en un aumento en los precios de los activos de renta fija (véase Recuadro 3). En el período de 2000 a 2003 los títulos en los que se invierten las reservas se beneficiaron sustancialmente de este hecho, a lo cual se adicionó la apreciación de las divisas frente al dólar americano durante el mismo período. La combinación de estos dos efectos ha hecho que los rendimientos de las reservas internacionales en este lapso hayan sido inusualmente altos, muy por encima de lo pronosticado por el Banco y por el retorno obtenido por la tasa libre de riesgo de los Estados Unidos²⁷. En el Gráfico 24 se puede apreciar la tasa de rendimiento acumulada de las reservas frente a la tasa libre de riesgo en dólares, y en el Gráfico 25 se

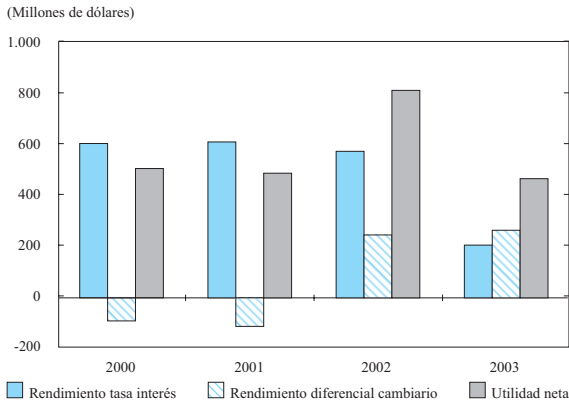
GRÁFICO 24

TASA DE RENDIMIENTO ACUMULADO RESERVAS VS TASA LIBRE DE RIESGO EN DÓLARES



Fuente: Banco de la República.

²³ Denominado “mandato de rotación en los Estados Unidos”, cifras provisionales sujetas a revisión.
²⁴ 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 junio 30 de 2004 la duración promedio para el total del índice del tramo de inversión es de 1,13 años y la composición cambiaría de 85% dólares americanos, 12% euros y 3% yenes.
²⁵ Standard & Poor’s, Moody’s y Fitch Ratings.
²⁶ En la escala de las calificaciones de corto plazo, “P-1” representa la mejor.
²⁷ La tasa libre de riesgo es la que consigue el inversionista cuando no asume riesgos de mercado ni de crédito. En el caso de los Estados Unidos, se toma la Letra del Tesoro de tres meses.

**RENDIMIENTOS RESERVAS INTERNACIONALES,
2000-2003**


Fuente: Banco de la República.

desagrega el retorno de las reservas en dólares por las causaciones y valorizaciones de sus instrumentos de renta fija (“rendimiento tasa de interés”) y por el diferencial cambiario frente a dólares americanos (“rendimiento diferencial cambiario”).

Durante el período de 2000 a 2003 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 lapso, lo que ha redundado en excesos de utilidad del orden de US\$1.190 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 25 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 el año 2003, debido al ambiente de bajas tasas de interés mundiales, el retorno por este concepto se redujo a la tercera parte de lo que venía rentando 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.

La rentabilidad en lo transcurrido del año del portafolio de inversiones de las reservas refleja el cambio de tendencia en la dirección de las tasas de interés y de las divisas frente al dólar que han sufrido los mercados internacionales recientemente. Durante el primer semestre de 2004 se presentaron varios acontecimientos que hicieron que los participantes del mercado anticiparan el aumento en las tasas de interés de la Fed, iniciado en junio de 2004. En primer lugar, el crecimiento del empleo en los Estados Unidos fue el mejor en casi cuatro años. En segundo lugar, la inflación detuvo la tendencia descendente que venía presentando y los fuertes aumentos en los precios de la energía y las materias primas señalan posibles presiones inflacionarias futuras. El 30 de junio de 2004 la Fed incrementó su tasa base en 0,25% ubicándola en 1,25%.

Finalmente, la Fed señaló recientemente que la economía americana crece fuertemente y que las presiones deflacionarias se han disipado. Las expectativas de aumento de tasas han sido bastante negativas para los instrumentos de renta fija en el mundo. La tasa de rendimiento del bono de Gobierno de dos años en los Estados Unidos ha aumentado 0,84% en lo corrido del año (Gráfico 26). Este incremento en las tasas tiene como consecuencia una caída en el valor de mercado de los títulos. Por su parte, en Alemania la tasa de dos años ha aumentado sólo 0,12% señalando cierta estabilidad en el mercado. Este comportamiento se ha debido principalmente al moderado ritmo de crecimiento económico en Europa en lo que va transcurrido del presente año. De otro lado, el euro se ha debilitado

COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS DEL TESORO AMERICANO Y DEL DÓLAR FRENTE AL YEN Y EL EURO EN LOS ESTADOS UNIDOS, 2004

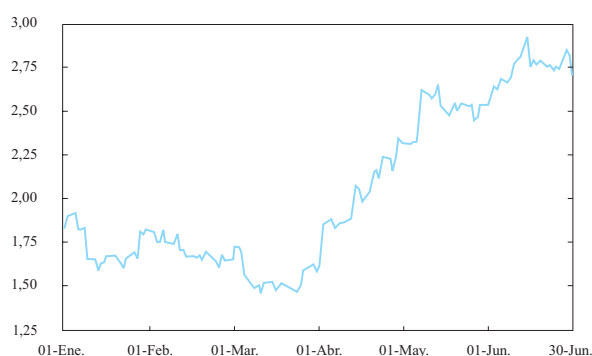
frente al dólar en 3,1% en la primera mitad de 2004, en la medida que hay perspectivas a un mejor retorno en las inversiones en los Estados Unidos, dado que el crecimiento europeo ha estado rezagado a la solidez del crecimiento norteamericano. A su vez, el yen japonés se ha debilitado 0,9% frente al dólar durante el presente año. Por ende, las inversiones denominadas en estas divisas han perdido valor frente al dólar, efecto que se ha visto magnificado por el aumento general de las tasas de interés en las economías desarrolladas.

El rendimiento neto del portafolio de inversión de las reservas internacionales obtenido tanto por el Banco de la República como por los administradores delegados a junio 30 de 2004, totalizó -US\$6,4 m. Los ingresos por causaciones alcanzaron US\$121,3 m, pero fueron contrarrestados por pérdidas derivadas de la valuación a precios de mercado de las reservas internacionales, por -US\$127,7 m. Las pérdidas por valuación se originaron tanto por la evolución del euro, del yen y de los DEG frente al dólar, -US\$54,0 m; como por la desvalorización de las inversiones en bonos y el descenso en el precio de oro, de -US\$73,7 m²⁷. Cabe recordar que en el año 2003, el Banco de la República incrementó la reserva para fluctuación de moneda a \$730 mm contra la cual se podrán enjugar pérdidas cambiarias que ocurran en el año 2004.

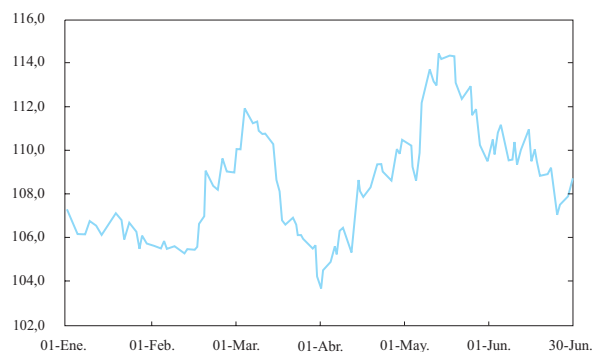
Finalmente, es importante resaltar que el Banco de la República posee una estructura extensiva en el control de las inversiones de las reservas internacionales. Además de existir controles internos, el Banco es auditado por dos fuentes distintas: i) por una firma externa contratada en el año 2002, Deloitte & Touche y, ii) por una auditoría designada por el Presidente de la República.

Entre las labores de control que ejerce la Auditoría del Banco, relacionadas con la inversión de las reservas internacionales, se destacan los siguientes aspectos: i) la Auditoría realiza una labor permanente de monitoreo sobre las operaciones de inversión con el

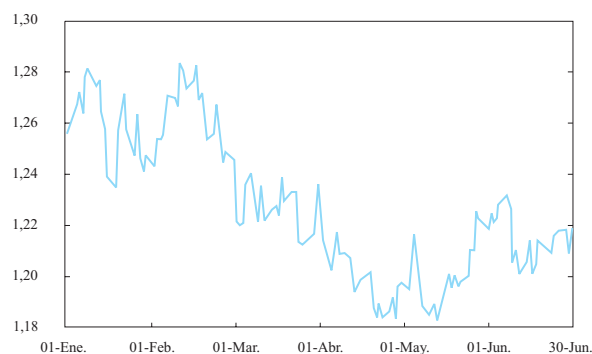
TASA DE RENDIMIENTO DEL BONO DEL TESORO AMERICANO A DOS AÑOS 1/



YEN VS. DÓLAR 3/



EURO VS. DÓLAR 2/



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 aproxima a cero.

Fuente: Bloomberg L. P.

²⁷ El precio del oro Good Delivery (99,5% de pureza) en el mercado internacional (FIX A. M. de Londres) cayó de US\$ 417,25 por onza en diciembre 31 de 2003 a US\$393,75 por onza en junio 30 de 2004.

propósito de verificar, entre otros, la adherencia a las disposiciones establecidas por el comité interno de reservas; la seguridad y la salvaguardia de los activos adquiridos; el cumplimiento de las obligaciones que por su administración se deriven; el desempeño financiero frente al portafolio de referencia y la efectividad de la administración en la gestión de los riesgos de liquidez, cambiario, crediticio y de mercado; se revisan factores de riesgo en los procedimientos operativos internos y, iii) periódicamente se adelantan visitas de Auditoría a administradores externos de portafolio y custodios, donde se examina el ambiente de control interno establecido por dichas instituciones para el manejo y control de los recursos entregados en administración.

B. INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA

Los tres indicadores más relevantes para hacer una evaluación de la vulnerabilidad externa del país son los siguientes: i) reservas / amortizaciones del año en curso; ii) reservas / servicios de la deuda externa total; iii) 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 pública. 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 que se presente el cierre de los mercados internacionales el ajuste de la cuenta corriente no se dé en forma rápida y brusca a través de los efectos recesivos que genera una devaluación excesiva y descontrolada.

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.

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 2005. Para los años de 2004 y 2005 se espera que los “indicadores de amortización” de deuda externa excedan el valor de 1,0, variando entre 1,13 y 1,28. A su vez los indicadores de “servicios de la deuda total” y de “posición adecuada de liquidez”, se calculan en valores menores que 1,0, excepto para los años de 2003 y 2004. Por ejemplo, el indicador de reservas / (amortizaciones + déficit en cuenta corriente) se sitúa por debajo de 1,0, en todos los años comprendidos entre 2002 y 2005, excepto el año 2004. El de reservas / servicios de la deuda total tendría un valor de 0,98 en 2004 y de 0,96 en 2005.

INDICADORES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE COLOMBIA

	2002	2003	2004	2005
Saldos				
Reservas internacionales brutas (RIB) (millones de dólares) (*)	10.844	10.921	11.091	11.185
Indicadores				
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa				
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	10.144	9.925	8.679	8.985
Déficit en cuenta corriente (millones de dólares)	(1.488)	(1.418)	(1.614)	(2.905)
Reservas brutas / Amortizac. deuda externa del año en curso	1,07	1,10	1,28	1,24
Reservas brutas / Amortizac. deuda externa del siguiente año	1,09	1,26	1,23	1,13
B. Posición adecuada de liquidez externa				
RIB / (Servicio de la deuda año corriente)	0,86	0,89	0,98	0,96
RIB / (Servicio de deuda año siguiente)	0,88	0,97	0,95	0,88
RIB / (Amortizac. de deuda año corriente + Déf. Cta. Cte. año corriente)	0,93	0,96	1,08	0,94
RIB / (Amortizac. de deuda año siguiente + Déf. Cta. Cte. año siguiente)	0,96	1,06	0,93	0,89

(*) A partir del año 2004 los datos de las reservas internacionales corresponden a estimaciones.
Fuente: Banco de la República, SGEE, Departamento de Programación e Inflación.

FACTORES QUE AFECTAN EL PRECIO DE UN ACTIVO DE RENTA FIJA

Las reservas internacionales se invierten casi exclusivamente en activos de renta fija. Por activo de renta fija se entiende la deuda que emite una entidad, donde ofrece un interés cuya tasa o nivel de referencia es conocido desde el momento de la emisión del título. Estos activos pueden ser emitidos a corto (menos de un año) o largo plazo (más de un año) y son transables en el mercado secundario. El precio de un activo de renta fija es el valor presente de sus flujos de caja, por lo tanto, para determinar el precio de un activo es necesario conocer o suponer dos componentes fundamentales: i) los flujos de caja; y ii) la tasa de descuento empleada para traer el flujo de caja a valor presente. En términos de fórmula, el precio de un activo es:

$$P = \frac{fc_1}{(1+tm_1)^1} + \frac{fc_2}{(1+tm_2)^2} + \dots + \frac{fc_n}{(1+tm_n)^n}$$

donde P es el precio del activo, fc_i es el flujo de caja que sucede en el momento i , y tm_i es la tasa de mercado (o tasa de descuento) para el plazo i .

En los activos de renta fija, generalmente todos los flujos de caja son conocidos en el tiempo, por lo que fc_i es conocido, y se mantienen fijos en el tiempo. A su vez, las tasas del mercado tm_i también se conocen, ya que generalmente son las tasas internas de retorno de los bonos de Gobierno con vencimiento en i años, las cuales fluctúan de manera diaria, reflejando las expectativas de inflación, de liquidez, de compensación de riesgos y otros factores de los participantes del mercado. De esta forma, se puede asumir que fc_i es fijo y constante en el tiempo, mientras que tm_i varía frecuentemente. Por álgebra básica, se puede inferir que a medida que cambia tm_i también cambia P , aún más, que la relación entre tm_i y P es inversa, es decir que si la una aumenta, la otra disminuye y viceversa. En un ejemplo sencillo, se asume que el título consiste únicamente en un flujo de caja por un valor de 100, que sucede dentro de un año. Si la tm_i es 5%, P deberá ser igual a

$$P = \frac{fc_1}{(1+tm_1)^1} = \frac{100}{(1+5\%)} = 95,24$$

Si la tasa aumenta a 10%, el precio del título disminuirá y será:

$$P = \frac{fc_1}{(1+tm_1)^1} = \frac{100}{(1+10\%)} = 90,91$$

De forma análoga, si la tasa de mercado disminuye a 2,5%, el precio del título aumentará y será igual a:

$$P = \frac{fc_1}{(1+tm_1)^1} = \frac{100}{(1+2,5\%)} = 97,56$$

Otro factor que afecta el rendimiento de un activo es la moneda en la que está denominado el título. Si el título está denominado en moneda local, el factor no tiene efecto sobre la rentabilidad del título. Si el título está denominado en una moneda diferente de la local, el tenedor del bono tendrá, además de los ingresos por los intereses percibidos por el título, así como por el cambio en el precio de mercado, una rentabilidad proveniente de la variación de la moneda en la que está denominado el título frente a la moneda local.

En un ejemplo sencillo, se asume que el inversionista está localizado en los Estados Unidos, donde la moneda local es el dólar e invierte en un título denominado en euros, igual al del ejemplo anterior: es decir, un bono a un año con un pago único de •100 al vencimiento del mismo. Se asume que en el momento de la compra, la tasa de mercado en Europa es de 5% y que el tipo de cambio euro /dólar americano es de 1,0000. En euros, el inversionista debe pagar •95,24 por el bono, lo que en dólares equivale a US\$95,24. Luego de un mes, el tipo de cambio euro / dólar americano es de 1,0500 y el inversionista decide vender el bono, por el cual el mercado ofrece un precio de •95,24, lo que en dólares representa US\$100,002. En términos de euros, el inversionista no tuvo utilidad, ya que el precio de compra es igual al precio de venta. Sin embargo, en dólares, que es la moneda del inversionista, ha obtenido una utilidad de US\$4,762, lo que representa la diferencia entre la cantidad en dólares recibida por la venta menos la cantidad en dólares cancelada por la compra.

V. SITUACION FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Para 2004 se proyectan utilidades por \$140,3 mm. Existe la posibilidad que, aún si en 2004 el Banco de la República llegara a generar pérdidas por efecto de desvalorizaciones cambiarias, éstas podrían ser cubiertas con la reserva existente.

A. RESULTADOS EN JUNIO DE 2004

Al cierre de junio de 2004, los activos del Banco de la República totalizaron \$41.336,4 mm, saldo inferior en \$2.371,3 mm al observado en diciembre de 2003. Los principales determinantes del descenso fueron: i) la disminución en la demanda de Repos y Apoyos transitorios de liquidez de parte del sistema financiero, \$1.790,0 mm; ii) la caída en el portafolio de TES B para regulación monetaria de \$932,8 mm, y iii) el menor valor de los aportes a organismos internacionales, \$104,6 mm, derivado de la apreciación del peso (4,0%)²⁹. Por otra parte, el saldo de las reservas internacionales brutas (RI) aumentó \$570 mm, derivado de la acumulación por US\$ 670,1 m (Cuadro 24).

De otro lado, los pasivos alcanzaron \$20.438,1 mm y el patrimonio \$20.898,3 mm, con variaciones negativas de \$324,8 mm y de \$2.046,5 mm, respectivamente. Dentro de los pasivos se destacó el descenso de la base monetaria, \$1.373,5 mm y el aumento de los depósitos de la Tesorería General de la Nación en el Banco de la República, \$803,9 mm.

El menor valor patrimonial obedece al ajuste cambiario negativo peso-dólar de las RI, \$1.240,2 mm, registrado por la apreciación del peso en el transcurso del año, y a la entrega de utilidades al Gobierno, \$802,8 mm. También es de subrayar el incremento en las reservas patrimoniales por \$630,9 mm, ligado con la constitución de reservas para fluctuación de monedas por \$730,3 mm y la utilización de las reservas por resultados cambiarios y protección de activos por \$99,4 mm³⁰.

²⁹ Tal apreciación es resultado tanto de la variación de la TRM en el periodo como de la modificación de la regulación concerniente a la tasa de cambio de conversión de dólares a pesos de los estados financieros, así, tenemos que la tasa de cambio utilizada en diciembre 31 de 2003 fue \$2.807,2, que correspondía al promedio de las TRM de todos los días hábiles del mes de acuerdo con la Circular Externa de la Superintendencia Bancaria No. 84 de diciembre de 2000. Por su parte, la tasa de cambio utilizada en junio 30 de 2004 fue \$2.694,09, es igual a la TRM del primer día hábil del mes de julio de acuerdo con la Circular No. 008 de dicha entidad, de febrero 23 de 2004.

³⁰ Véase el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, marzo de 2004, Cuadro 24, p. 87.

BALANCE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA - RESULTADOS DE 2003-2004
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Diciembre, 2003		Junio, 2004 1/	
	Saldos %	Participación	Saldos %	Participación
Activos	43.707,7	100,0	41.336,4	100,0
Reservas internacionales brutas	30.658,4	70,1	31.228,4	75,5
Aportes en organismos internacionales	3.253,9	7,4	3.149,3	7,6
Inversiones	3.201,4	7,3	2.186,2	5,3
Sector público deuda consolidada	81,4	0,2	0,0	0,0
Sector público regulación monetaria	3.061,0	7,0	2.128,1	5,1
Bonos banca pública -Fogafin- y Otros	59,1	0,1	58,1	0,1
Cartera de créditos	85,1	0,2	5,0	0,0
Sector público gobierno nacional	2,8	0,0	2,7	0,0
Bancos	0,1	0,0	0,0	0,0
Corporaciones financieras	5,1	0,0	3,5	0,0
Otros créditos 2/	79,2	0,2	0,0	0,0
Menos provisiones	(2,0)	(0,0)	(1,1)	(0,0)
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	3.597,9	8,2	1.807,9	4,4
Cuentas por cobrar	104,4	0,2	78,2	0,2
Otros activos netos	2.806,5	6,4	2.881,3	7,0
Pasivo y patrimonio	43.707,7	100,0	41.336,4	100,0
Pasivo	20.762,8	47,5	20.438,1	49,4
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	16,2	0,0	9,7	0,0
Base monetaria	16.614,6	38,0	15.241,1	36,9
Billetes en circulación	14.398,3	32,9	12.874,4	31,1
Moneda de tesorería	372,4	0,9	380,0	0,9
Depósitos para encaje bancos	1.694,1	3,9	1.828,8	4,4
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	149,8	0,3	157,8	0,4
Otros depósitos	72,2	0,2	435,2	1,1
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	46,0	0,1	849,9	2,1
Obligaciones organismos internacionales	2.643,5	6,0	2.514,7	6,1
Pasivos por líneas externas	184,1	0,4	153,5	0,4
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	28,5	0,1	142,9	0,3
Repos de contracción	28,0	0,1	142,5	0,3
Tit. en Div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J. D.	0,4	0,0	0,4	0,0
Otros	0,1	0,0	0,0	0,0
Cuentas por pagar	42,6	0,1	50,2	0,1
Otros pasivos	1.115,1	2,6	1.040,7	2,5
Patrimonio total	22.944,9	52,5	20.898,3	50,6
Capital	12,7	0,0	12,7	0,0
Reservas	893,2	2,0	1.524,1	3,7
Superávit patrimonial	19.553,4	44,7	18.326,8	44,3
Liquidación CEC	453,5	1,0	453,5	1,1
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	19.054,9	43,6	17.814,7	43,1
Otros	45,0	0,1	58,7	0,1
Valorizaciones	1.038,2	2,4	1.038,4	2,5
Resultados	1.447,4	3,3	(3,6)	(0,0)
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.447,4	3,3	(3,6)	(0,0)

1/ Cifras sujetas a revisión.

2/ Incluye la cartera correspondiente a la ejecución de garantías por incumplimiento en la cancelación de créditos por cupos de liquidez.

Fuente: Banco de la República.

En el Cuadro 25 se muestra que el estado de resultados del Banco de la República presentó pérdidas por \$3,6 mm, producto de ingresos por \$364,1 mm y egresos por \$367,8 mm, al cierre de junio de 2004. Comparados con igual período del año anterior, los ingresos son menores en \$635,3 mm, 63,6% y, los egresos, mayores en \$130,5 mm, 55,0%. La variación de los ingresos es principalmente determinada por las reservas internacionales que, en lo corrido del presente año presentaron un rendimiento negativo de \$4,6 mm, debido a la devaluación del euro y el yen frente al dólar y a la caída en el precio del oro. Estos fenómenos fueron contrarios a lo observado en igual período de 2003, cuando el rendimiento de las RI alcanzó \$667 mm. Cabe destacar que, si se utiliza la reserva existente para cubrir las pérdidas por fluctuación de monedas, las utilidades distribuibles del Banco de la República a junio serían de \$130,6 mm

Hasta junio, entre los ingresos se destacan la valorización del portafolio de los TES B para regulación monetaria, \$169,1 mm, las comisiones recibidas, \$66,3 mm (básicamente por servicios bancarios), y los intereses recibidos por la compra transitoria de títulos (Repos), \$62,2 mm. Por su parte, los rubros más significativos de los egresos fueron: los gastos de personal, \$82,0 mm, la remuneración de las cuentas de depósito, \$69,5 mm, las pensiones de jubilación, \$59,4 mm, y las diferencias en cambio de pasivos con organismos internacionales, \$47,4 mm.

B. PROYECCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS PARA EL AÑO 2004

Con estimación de ingresos por \$885,6 mm y egresos por \$745,3 mm se proyectan utilidades por \$140,3 mm (Cuadro 25).

Entre los ingresos se destacan las valorizaciones de TES para regulación monetaria, \$334,5 mm, la valorización del portafolio de RI, \$230,7 mm, los ingresos por comisiones (principalmente por servicios bancarios), \$124,2 mm, y la moneda emitida y metales preciosos, \$43,0 mm. Por su parte, los egresos más importantes son: los gastos de personal, \$168,0 mm, los intereses pagados por cuentas de depósito, \$129,0 mm, los egresos por pensiones de jubilación, \$121,9 mm, el costo de emisión de especies monetarias, \$88,6 mm, la diferencia en cambio en pasivos, \$52,5 mm, y los gastos generales, \$46,7 mm.

Con relación a lo anterior, es importante destacar que la proyección actual representa menores utilidades de \$195,1 mm, frente a las calculadas en el informe de marzo, \$335,4 mm. Tal ajuste se explica por lo siguiente:

- a. Un menor rendimiento de las RI, \$46,9 mm, como consecuencia de: i) la desvalorización observada en el segundo trimestre por \$135,9 mm³¹; ii) la

Con estimación de ingresos por \$885,6 mm y egresos por \$745,3 mm se proyectan utilidades por \$140,3 mm para 2004.

³¹ El rendimiento de las RI pasa de un acumulado positivo de \$131,3 mm entre enero y marzo a uno negativo de -\$4,6 mm entre enero y junio.

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - BANCO DE LA REPÚBLICA, 2003-2004
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Ejecución Ene-Jun, 2003		Ejecución Ene-Jun, 2004 1/	
	Flujos	Part. %	Flujos	Part. %
I. Ingresos totales	999,5	100,0	364,1	100,0
1. Ingresos operacionales	994,5	99,5	359,0	98,6
Intereses y rendimientos	890,9	89,1	236,7	65,0
Reservas internacionales	666,6	66,7		0,0
Líneas externas	2,7	0,3	0,5	0,1
Valoración de TES «A» precios de mercado	4,3	0,4	0,0	0,0
Val. de TES por Oper. de Expan. monetaria	177,5	17,8	169,1	46,4
Compra transitoria de títulos y cupos	31,1	3,1	62,2	17,1
Otros	8,8	0,9	4,9	1,3
Comisiones	56,3	5,6	66,3	18,2
Servicios bancarios y Neg. fiduciarios	41,8	4,2	48,1	13,2
Manejo de divisas	11,8	1,2	13,2	3,6
Otros	2,7	0,3	5,0	1,4
Diferencias en cambio	29,1	2,9	23,2	6,4
Moneda emitida y metales preciosos	0,0	0,0	11,8	3,2
Otros	18,2	1,8	21,0	5,8
2. Ingresos no operacionales	5,0	0,5	5,1	1,4
II. Egresos totales	237,3	100,0	367,8	100,0
1. Egresos operacionales	236,0	99,4	367,5	99,9
Intereses y rendimientos	72,3	30,4	99,9	27,2
Reservas internacionales			4,6	
Encaje en cuentas de depósito	47,3	19,9	69,5	18,9
Venta transitoria de títulos	6,0	2,5	7,5	2,0
Gastos en la Admón. de reservas internacionales	14,0		14,3	
Líneas externas y títulos canjeables	5,0	2,1	4,1	1,1
Comisiones y honorarios	1,7	0,7	1,2	0,3
Diferencias en cambio	22,1	9,3	50,2	13,6
Organismos internacionales	7,5	3,2	47,4	12,9
Líneas externas	11,9	5,0	1,6	0,4
Otros	2,6	1,1	1,1	0,3
Costo de emisión especies monetarias	14,7	6,2	31,1	8,5
Gastos de personal	79,0	33,3	82,0	22,3
Pensiones de jubilación	0,6	0,3	54,9	14,9
Gastos generales	19,3	8,1	20,3	5,5
Impuestos	2,2	0,9	2,9	0,8
Seguros	5,1	2,1	5,5	1,5
Contribuciones y afiliaciones	1,3	0,5	1,8	0,5
Gastos culturales	2,8	1,2	2,6	0,7
Provisiones, depreciaciones y amortizaciones	13,8	5,8	13,4	3,6
Otros operacionales	1,1	0,5	1,8	0,5
2. No operacionales	1,3	0,6	0,2	0,1
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	762,2	321,2	(3,6)	(1,0)

n.a. No aplica.

1/ Cifras sujetas a revisión.

2/ Variaciones mayores al 200%.

Fuente: Banco de la República.

Variación Ene-Jun 2004-2003		Ejecución Ene-Dic, 2003		Proyección Ene-Dic, 2004		Variación Ene-Dic 2004-2003	
Absoluto	%	Flujos	Part. %	Flujos	Part. %	Absoluto	%
(635,3)	(63,6)	2.031,2	100,0	885,6	100,0	(1.145,6)	(56,4)
(635,5)	(63,9)	1.990,1	98,0	878,8	99,2	(1.111,3)	(55,8)
(654,2)	(73,4)	1.802,3	88,7	666,9	75,3	(1.135,4)	(63,0)
(666,6)	n.a.	1.326,3	65,3	230,7	26,0	(1.095,6)	(82,6)
(2,2)	(82,0)	4,5	0,2	0,6	0,1	(3,9)	(87,0)
(4,3)	n.a.	7,7	0,4	0,0	0,0	(7,7)	(100,0)
(8,4)	(4,7)	340,8	16,8	334,5	37,8	(6,3)	(1,8)
31,1	99,7	105,6	5,2	88,4	10,0	(17,2)	(16,3)
(3,9)	(44,3)	17,4	0,9	12,8	1,4	(4,7)	(26,8)
10,1	17,9	121,9	6,0	124,2	14,0	2,3	1,9
6,3	15,0	91,0	4,5	90,8	10,3	(0,2)	(0,2)
1,5	12,4	27,4	1,3	28,3	3,2	0,9	3,5
2,3	86,1	3,5	0,2	5,1	0,6	1,5	43,2
(5,9)	(20,2)	22,3	1,1	27,1	3,1	4,8	21,5
11,8	n.a.	21,3	1,0	43,0	4,9	21,7	101,8
2,8	15,1	22,3	1,1	17,6	2,0	(4,7)	(21,0)
0,1	2,8	41,1	2,0	6,8	0,8	(34,3)	(83,4)
130,5	55,0	583,9	100,0	745,3	100,0	161,5	27,7
131,5	55,7	572,0	98,0	729,2	97,8	157,2	27,5
27,7	38,3	152,3	26,1	178,7	24,0	26,4	17,4
22,2	47,0	103,9	17,8	129,0	17,3	25,0	24,1
1,5	25,5	9,8	1,7	12,8	1,7	3,0	30,6
	0,0	29,4		29,1			
(0,9)	(17,9)	9,1	1,6	7,9	1,1	(1,2)	(13,1)
(0,5)	(31,5)	3,0	0,5	2,3	0,3	(0,6)	(21,4)
28,1	127,1	41,6	7,1	52,5	7,0	10,9	26,2
39,9	2/	18,8	3,2	47,4	6,4	28,6	152,4
(10,3)	(86,2)	20,2	3,5	2,2	0,3	(18,0)	(89,3)
(1,5)	(58,2)	2,6	0,4	2,9	0,4	0,3	12,3
16,4	111,1	89,9	15,4	88,6	11,9	(1,3)	(1,4)
3,0	3,8	156,9	26,9	168,0	22,5	11,0	7,0
54,3	2/	28,9	5,0	121,9	16,3	92,9	321,5
1,0	5,1	43,7	7,5	46,7	6,3	3,0	6,9
0,7	31,3	5,0	0,9	6,0	0,8	1,0	19,9
0,5	9,0	10,5	1,8	13,1	1,8	2,5	23,9
0,5	38,1	2,9	0,5	3,6			
(0,2)	(7,2)	6,6	1,1	7,2	1,0	0,6	9,2
(0,4)	(2,9)	28,1	4,8	37,7	5,1	9,7	34,5
0,7	64,7	2,6	0,4	2,8	0,4	0,2	8,9
(1,1)	(82,3)	11,9	2,0	16,2	2,2	4,3	36,2
(765,8)	(100,5)	1.447,4	247,9	140,3	18,8	(1.307,1)	(90,3)

El Banco de la República dispone de una reserva para absorber posibles pérdidas cambiarias, originadas en la variación del dólar frente a las demás monedas.

inclusión del ejercicio de opciones de compra observado en julio, US\$199,9 m, y iii) la programada venta de divisas al Gobierno por US\$500 m, de los cuales ya se realizaron US\$100 m el 21 de mayo.

- b. Mayores gastos netos de pensiones, \$82,3 mm, producto de la desvalorización del portafolio pensional entre abril y junio, por cuenta del incremento de las tasas de interés de los TES, títulos que representan el 76% de dicho portafolio.
- c. Menor rendimiento del portafolio de TES para regulación monetaria, \$53,9 mm, asociado con: i) la reducción del portafolio en junio y julio, producto de la esterilización para compensar parte de la expansión ocasionada por el ejercicio de opciones de acumulación de reservas internacionales (opciones *put*) y, ii) la desvalorización ligada al incremento de las tasas de interés de mercado para negociación de los TES.

Por último, cabe señalar que la proyección del P y G no incluye nuevas valorizaciones o desvalorizaciones del portafolio de reservas internacionales, por cambios en las tasas de interés internacionales y en los precios de las monedas con respecto al dólar, al igual que modificaciones en las tasas de los TES.

Como ya se mencionó, el Banco de la República dispone de una reserva para absorber posibles pérdidas cambiarias, originadas en la variación del dólar frente a las demás monedas. Esta reserva aumenta cuando se generan utilidades por el mayor valor neto de los activos y pasivos en moneda extranjera, originado en las variaciones cambiarias ocurridas entre el dólar de los Estados Unidos y las demás monedas de reserva, o disminuye en caso que se generen pérdidas por dicho concepto. Por lo tanto, existe la posibilidad que, aún si en 2004 el Banco de la República llegara a generar pérdidas por efecto de desvalorizaciones cambiarias, éstas podrían ser cubiertas con la reserva existente.

Este informe fue editado y diagramado por la Sección de Publicaciones del Departamento de Comunicación Institucional, con caracteres Times New Roman de 10,5 puntos.

Julio de 2004.

