



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA
AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

MARZO DE 2001

BANCO DE LA REPÚBLICA

JUNTA DIRECTIVA

PRESIDENTE

Juan Manuel Santos Calderón
Ministro de Hacienda y Crédito Público

DIRECTORES

Carlos Caballero Argáez
Sergio Clavijo Vergara
Salomón Kalmanovitz Krauter
Fernando Tenjo Galarza
Leonardo Villar Gómez

GERENTE GENERAL

Miguel Urrutia Montoya

CONTENIDO

I.	INTRODUCCIÓN	7
II.	LA ECONOMÍA COLOMBIANA EN RECUPERACIÓN	11
	A. FUNDAMENTOS DE LA RECUPERACIÓN	11
	B. CRECIMIENTO ECONÓMICO DURANTE EL AÑO 2000	12
	C. PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO PARA 2001	19
	D. EL PROBLEMA DEL DESEMPLEO	21
III.	POLÍTICA MACROECONÓMICA	33
	A. POLÍTICA MONETARIA	33
	B. SITUACIÓN FINANCIERA	47
	C. MERCADO CAMBIARIO Y POLÍTICA CAMBIARIA	56
	D. BALANZA DE PAGOS	59
	E. POLÍTICA FISCAL	63
	F. PROGRESO EN EL PROGRAMA DE AJUSTE	72
IV.	RESULTADOS DE LA INFLACIÓN Y TENDENCIAS BÁSICAS	76
	A. CONSIDERACIONES GENERALES	76
	B. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR E INFLACIÓN BÁSICA	78
	C. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	80
	D. PERSPECTIVAS PARA EL AÑO 2001	82
V.	RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA	86
	A. RESERVAS INTERNACIONALES	86
	B. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA	88

Bogotá, D. C., marzo 29 de 2001

*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, entrega a la consideración del Congreso de la República un informe en el cual se señalan los resultados macroeconómicos del año 2000 y de lo corrido de 2001. Igualmente, se presentan las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año, así como las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. En la última sección, se informa al Congreso sobre la composición de las reservas internacionales, y la proyección de la situación financiera del Banco de la República para el año 2001.

Con un atento saludo,



Miguel Urrutia Montoya
Gerente General

INTRODUCCIÓN

La economía colombiana inició en el año 2000 un proceso de recuperación económica al registrar una tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,81%, en un marco de caída de la tasa de inflación. Aunque se trata de un ritmo de crecimiento inferior al promedio histórico, las fuentes de este crecimiento sientan las bases para que la recuperación de la actividad económica iniciada en el año 2000 se acentúe y consolide hacia el futuro. El manejo macroeconómico y su adecuada coordinación tienen la enorme responsabilidad de asegurar que ello sea así, a través de políticas monetaria, fiscal y externa coherentes, que profundicen los avances obtenidos y garanticen la sostenibilidad del crecimiento y una reducción en la tasa de desempleo en el futuro próximo.

El cuidadoso análisis de los resultados económicos del año 2000 permite identificar las bases sobre las cuales se podría acelerar la recuperación económica y consolidar la estabilidad de precios. Este es el tema central del presente Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Honorable Congreso de la República.

De acuerdo con lo expuesto, en la segunda parte de este Informe se examinan los resultados de la actividad económica en el año 2000 y las perspectivas para 2001. Se discuten en este aparte las fuentes de crecimiento tanto desde el punto de vista de oferta como de demanda, y se hace una evaluación del desempleo como el principal problema que actualmente aqueja a la economía colombiana. Merece destacarse el hecho de que la recuperación económica se viene generando a partir de una mayor dinámica de la actividad productiva privada. Como lo señalan las cifras del DANE, el PIB del sector privado creció 3,58% en el año 2000, en tanto que hubo una contracción de 1,16% del PIB originado en el sector público. La industria, la agricultura y el comercio fueron los principales sectores productivos responsables de la recuperación. Por su parte, el consumo privado, las exportaciones no tradicionales y la inversión privada explicaron el origen de la mayor demanda. Este es el perfil de una recuperación de la economía que está respondiendo a las políticas e incentivos correctos. De una parte, refleja los efectos del esfuerzo de ajuste fiscal que permitió reducir el déficit del sector público no financiero de 6,1% del PIB en 1999 a 3,6% del PIB en el año 2000. De otra parte, muestra que la reducción de las tasas de interés reales y el mantenimiento de una tasa de cambio real competitiva han sido efectivas para estimular la iniciativa privada, alentar el consumo de los hogares y fortalecer las exportaciones. Una recuperación con estas características tiene la virtud de ser sostenible, al avanzar en el saneamiento fiscal, y proveer los incentivos adecuados para que la actividad privada se convierta en motor de crecimiento.

La identificación de los aspectos positivos del origen del crecimiento contrasta con la alta tasa de desempleo, sin duda el problema más grave de la economía colombiana. El desempleo actual está

vinculado con el bajo ritmo de actividad económica en los últimos años. Sin embargo, los determinantes del desempleo son mucho más complejos que la sola desaceleración económica. También se relacionan, entre otras cosas, con la falta de flexibilidad del mercado laboral, el aumento en los costos laborales reales, la entrada al mercado de trabajo de un contingente importante de jóvenes y mujeres en busca de un complemento al ingreso familiar, el bajo nivel educativo de la población y el debilitamiento de sectores intensivos en mano de obra, como la construcción. Estos y otros aspectos del origen del desempleo se analizan más adelante, en un esfuerzo por ofrecer un contexto más completo para la evaluación de la política macroeconómica. De ese análisis se concluye que sólo si la recuperación de la actividad económica en curso es complementada con políticas que mejoren el funcionamiento del mercado laboral será posible observar reducciones importantes en la tasa de desempleo durante los próximos años.

La tercera parte del Informe examina los diversos frentes de la política macroeconómica en el año 2000 y las perspectivas para 2001. La sección dedicada a la política monetaria explica la nueva estrategia adoptada por la Junta y describe las acciones tomadas a lo largo del año. En esta ocasión se detalla el análisis del proceso de intervención monetaria a través de operaciones de mercado abierto (OMA). Es ahí donde mejor se pueden apreciar las dificultades de proveer liquidez a un mercado financiero fragmentado, sujeto a importantes cambios en el comportamiento del público inducidos por el impuesto a las transacciones financieras y la caída de las tasas de interés. La descripción de los eventos monetarios de 2000 permite entender adecuadamente las decisiones de política y comprender las ventajas de la nueva estrategia monetaria. Al permitir más flexibilidad en el manejo de los agregados monetarios, la nueva estrategia persigue una mayor estabilidad de la tasa de interés interbancaria, sin comprometer el logro de la meta de inflación.

El Informe prosigue con una revisión de la situación del sistema financiero. Este es uno de los sectores en donde mejor se aprecia el ciclo de recuperación de la economía colombiana. Los diversos indicadores muestran mejoras en la situación del sector financiero tanto público como privado. De hecho, la solvencia del sistema alcanza en la actualidad el nivel que tenía antes de la crisis, el porcentaje de activos improductivos disminuyó, el nivel de cubrimiento protege la mitad de la cartera vencida y la rentabilidad de los activos presenta una sensible mejoría frente a 1999. Aunque dicha rentabilidad todavía es negativa debido al esfuerzo de aprovisionamiento de cartera, la recuperación del sector bancario privado es evidente.

Se presenta a continuación una descripción de la política cambiaria donde se examina el mercado de opciones de compra de divisas por parte del Banco de la República y el comportamiento de las primas y montos ejercidos. Asimismo, se explican las principales decisiones en materia de regulación cambiaria que la Junta Directiva adoptó en el año 2000.

El resultado de la balanza de pagos en 2000 reviste particular importancia como base de la recuperación, por tratarse de un año en que la balanza comercial fue superavitaria y la balanza de cuenta corriente llegó al equilibrio. Esta sección examina los principales determinantes de este resultado, donde sobresale el buen comportamiento de las exportaciones, que alcanzaron una tasa de crecimiento en dólares de 12,7% y una participación dentro del PIB de 15,8%, la más alta que se ha presentado desde 1970. Se enfatiza que no sólo fueron las mayores exportaciones de petróleo las responsables de este buen resultado, sino que también contribuyeron las

exportaciones no tradicionales -y entre ellas las industriales- con crecimientos de 17% y 21% respectivamente, estimulando con ello la recuperación de la actividad industrial.

Los avances en el saneamiento de las finanzas públicas en 2000 y su profundización en el presente año constituyen requisitos fundamentales para la sostenibilidad de la recuperación económica. Se examinan en el Informe los progresos obtenidos en el frente fiscal, que permitieron reducir el déficit del Gobierno Nacional de 7,5% del PIB en 1999 a 6% del PIB en 2000. Igualmente, se analizan los factores que hicieron posible aumentar el superávit del resto del sector público de 1,4% a 2,4% del PIB en el mismo período. Se comentan también las principales reformas legales aprobadas en el año 2000 que darán continuidad al ajuste fiscal y se discuten las perspectivas para el año 2001. Esta sección concluye con una reflexión sobre el problema del desequilibrio de las finanzas territoriales, basado en resultados de trabajos de investigación adelantados en el Banco de la República.

La cuarta parte del Informe presenta los resultados de la inflación y sus tendencias básicas. A este respecto, la Junta destaca que con el cumplimiento de la meta de inflación en el año 2000, la economía colombiana se posiciona firmemente dentro del grupo de países con inflación de un dígito. La reducción del ritmo de inflación de 9,2% en 1999 a 8,7% en 2000 se logró en el contexto de una economía en recuperación, desvirtuando los pronósticos de quienes esperaban que el restablecimiento del crecimiento reavivaría la dinámica inflacionaria. Los resultados alcanzados en el año 2000, y el comportamiento favorable que durante los primeros meses del año 2001 continúa mostrando la tasa de inflación, reafirman la confianza de la autoridad monetaria en el cumplimiento de las metas del 8% fijada para el presente año y del 6% para 2002.

El Informe concluye con la presentación de la situación financiera del Banco de la República. Se destacan allí las utilidades obtenidas en el año 2000, las cuales ascendieron a \$ 1,45 billones que, de acuerdo con lo establecido en la ley serán entregadas al Gobierno antes de terminar el mes de marzo de 2001. Estas utilidades contribuirán de manera sustancial al financiamiento de las actividades propias del Gobierno Nacional durante el presente año.

LA ECONOMÍA COLOMBIANA EN RECUPERACIÓN

A. FUNDAMENTOS DE LA RECUPERACIÓN

La recuperación de la economía durante el año 2000 se realizó en un contexto de estabilización macroeconómica, menor inflación, ajuste de las finanzas públicas y equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El hecho más destacable es haber logrado una recuperación económica, a la vez que se consolidó el proceso de reducción de la inflación. En el año 2000, se obtuvo una reducción adicional de medio punto en la tasa de inflación, respecto a 1999, en tanto que la economía creció a una tasa cercana a 2,8%. En general, este resultado obedece al cumplimiento de las metas establecidas en el programa macroeconómico diseñado para el año 2000. Este programa combinó adecuadamente los instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia con la fiscal y la externa, lo que permitió un mayor espacio a la actividad privada.

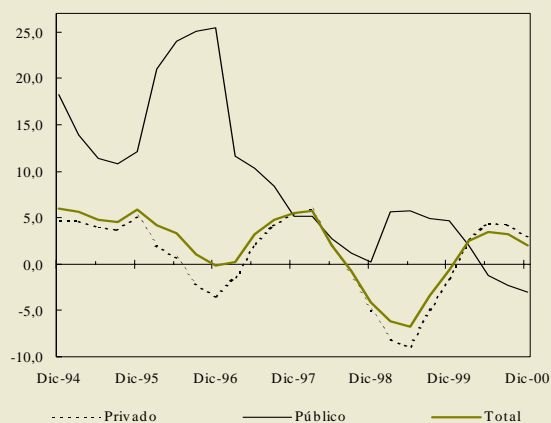
El cumplimiento del programa macroeconómico ha llevado a revitalizar la demanda agregada, fortalecer el sistema financiero y estabilizar los indicadores de deuda pública. Adicionalmente, el mercado cambiario mantuvo una tasa de cambio en un nivel competitivo, a la vez que las tasas de interés disminuyeron. Estos factores han aumentado la confianza del público en la economía, al igual que han disminuido la percepción de riesgo de los mercados internacionales.

Como consecuencia, el consumo privado, la inversión privada, y las exportaciones no tradicionales han empezado a recuperarse, constituyéndose en las principales fuentes de crecimiento del año 2000, a la vez

que la inversión y el gasto público presentaron una tendencia decreciente a lo largo del año, en cumplimiento de las metas de ajuste fiscal. Esto significa que la recuperación de la economía se ha generado en su totalidad por la mayor actividad del sector privado. En efecto, si se desagrega el crecimiento del PIB entre sectores privado y público, se observa que mientras el primero creció 3,03% en el último trimestre del año, el segundo disminuyó 2,99% con respecto al mismo trimestre del año anterior (Gráfico 1).

A pesar de haberse presentado una reactivación de la economía en el año 2000, la alta tasa de desempleo sigue siendo uno de los principales problemas del país. Como se discutirá en este capítulo, factores coyunturales, como la desaceleración del crecimiento económico y el incremento en la oferta laboral, y factores estructurales, como el aumento en la tasa global de

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB TRIMESTRAL
PRIVADO, PÚBLICO Y TOTAL
(PORCENTAJE)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

participación y cambios en la composición de la demanda de trabajo, explican el aumento del desempleo en la década de los noventa.

B. CRECIMIENTO ECONÓMICO DURANTE EL AÑO 2000

1. Análisis de oferta

Según estimaciones preliminares del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el crecimiento anual del PIB fue de 2,8% en el año 2000; superior al registrado en años anteriores (0,56% en 1998 y -4,3% en 1999). En particular, durante el primer trimestre de 2000 la economía creció 2,5%, en el segundo 3,5%, en el tercero 3,2% y 2,1% en el cuarto trimestre, respecto a cada uno de los trimestres del año anterior (Gráfico 2).

El crecimiento de la economía estuvo liderado por el buen comportamiento del sector industrial, el cual pasó de un decrecimiento de 12,5% en 1999 a un crecimiento de 9,7% en el año 2000, consolidando su recuperación después de seis trimestres de caída consecutiva¹. El positivo desempeño de la actividad industrial se debió al dinamismo de la demanda ex-

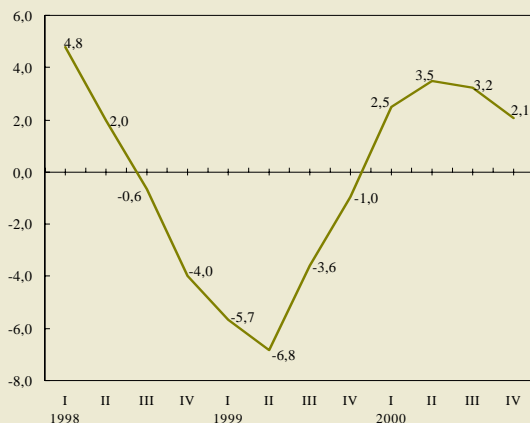
terna y a un tipo de cambio real competitivo, lo que llevó a un crecimiento del valor en dólares de las exportaciones industriales de 21,7% entre los años 1999 y 2000. Dentro de este grupo de bienes se destacaron las exportaciones de material de transporte, madera, cueros, metales comunes y maquinaria y equipo (Gráfico 3).

Así mismo, después de seis trimestres de crecimiento negativo, el sector comercio presentó una importante recuperación en el año 2000, al pasar de una disminución de 8,9% en 1999 a un aumento de 5,3% en el total del año. Esta recuperación se explica por el buen desempeño de la oferta “comercializable” que se refleja en un incremento de la producción industrial, agrícola y de las importaciones, así como en los servicios de hotelería y restaurante que pasaron de -4,6% en 1999 a 3,3% en 2000. Este comportamiento se manifiesta en el índice de ventas del comercio al por menor, que durante el año 2000 presentó tasas de crecimiento positivas (Gráfico 4).

El sector agropecuario creció 5,3% principalmente por la mayor producción de café (7,4%)² y de cultivos diferentes a café que crecieron 6,5%, entre los que se destacan la mayor producción de cultivos permanentes como las flores, la palma africana y la caña de azúcar. El crecimiento de este sector se vio favorecido por: el flujo de crédito asociativo otorgado mediante los programas de apoyo al sector agrícola, los altos niveles de la tasa de cambio real y un clima favorable.

El sector de la construcción tuvo una menor caída durante el año 2000 (-0,9%) en comparación con la de 1999 (-24,6%). Por primera vez, después de 10 trimestres de caída consecutiva, la construcción mostró tasas de crecimiento positivas en los dos últimos trimestres del año, 2,8% y 6,8%, respectivamente. Esta

GRÁFICO 2
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB TRIMESTRAL
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

¹ En particular, la industria manufacturera presentó crecimientos de 8,8% durante el primer trimestre, 11,8% en el segundo, 13,2% en el tercero y 6,1% en el cuarto trimestre.

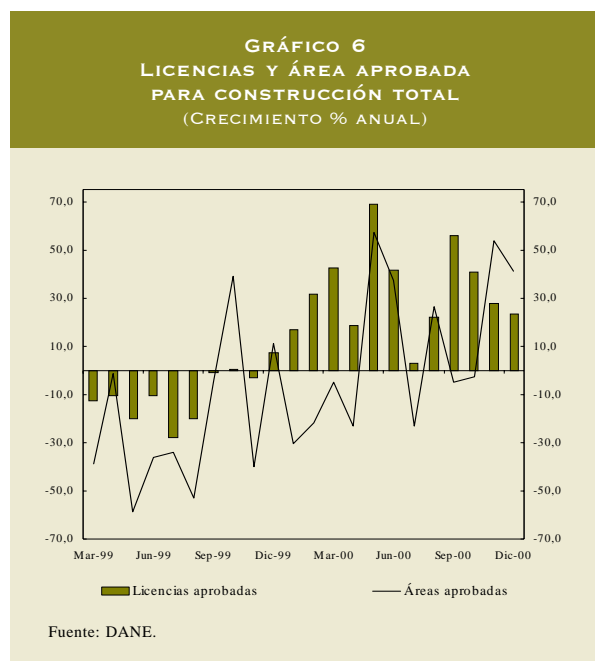
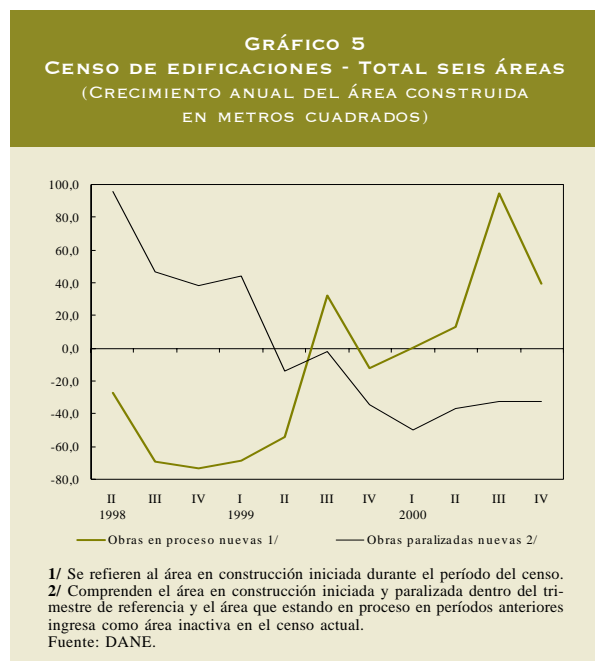
² Las cifras del crecimiento del PIB cafetero en términos reales son consistentes con la caída en los ingresos reales del sector que se presentó como consecuencia del mal comportamiento de los precios internacionales del grano.

tendencia favorable se debió en gran parte al dinamismo presentado por las edificaciones, que se recuperaron en el transcurso del año hasta alcanzar tasas de crecimiento positivas en el segundo semestre de 2000. Por su parte, las obras de ingeniería civil mostraron una recuperación al crecer 1,5% en el año 2000, después de haberse contraído 12,1% en 1999.

El censo de edificaciones del DANE corrobora la reactivación de la construcción. Como se observa

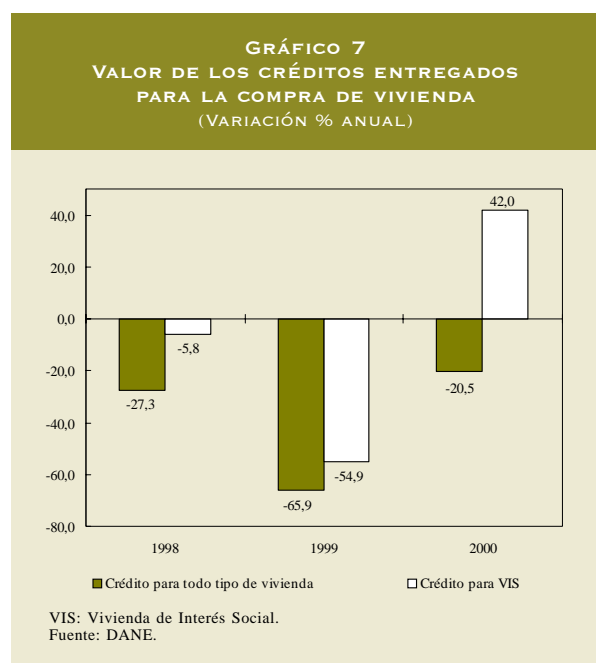
en el Gráfico 5, las obras nuevas en construcción crecieron cerca de 40% en el cuarto trimestre de 2000 respecto al mismo trimestre de 1999, a la vez que las obras paralizadas decrecieron más del 30% en el año 2000. Dicha recuperación se observa también en el incremento en el número de licencias y área aprobada para la construcción (Gráfico 6).

En materia de financiamiento a la construcción se observó una recuperación del crédito dirigido a la



vivienda de interés social, lo cual refleja el énfasis que el gobierno ha puesto en este tipo de vivienda como parte de sus estrategias para la generación de empleo (Gráfico 7).

A pesar de la recuperación evidenciada por la mayoría de sectores económicos, durante el año 2000 se ob-



servó un deterioro en la producción de sectores como los de explotación de minas y de servicios sociales, los cuales presentaron contracciones de -5,7% y -1,1%, respectivamente, después de haber sido los únicos sectores que crecieron positivamente en 1999, a tasas de 4,7% y 3,9% respectivamente. Lo anterior se explica principalmente por la disminución en la producción de petróleo (15,7%), causada por la declinación en la explotación de los principales pozos existentes en el país y por la reducción de los servicios de esparcimiento y del gobierno.

De esta forma, los resultados de la actividad económica en el año 2000 presentaron un balance positivo para la mayoría de los sectores, tal como lo indican las altas tasas de crecimiento de la industria, el comercio y la agricultura. Por el contrario, se presentó una caída de la construcción, aunque más moderada que en los años anteriores, y una desaceleración de la explotación minera y de los servicios del gobierno (Cuadro 1).

2. Análisis de demanda

Al analizar el crecimiento del PIB por el lado del gasto, el consumo final contribuyó al crecimiento de la

CUADRO 1
PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB), SEGÚN RAMA DE ACTIVIDAD (1994 = 100)
CRECIMIENTOS ANUALES (%)
(SERIES DESESTACIONALIZADAS)

Ramaz de actividad económica	1999 (e)	2000 (e)					2001 (proy.)
		I	II	III	IV	Total	
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(0,04)	2,2	7,0	3,6	7,2	5,3	4,4
Explotación de minas y canteras	4,7	0,2	(8,4)	(12,7)	(6,4)	(5,7)	(0,1)
Electricidad, gas y agua	(3,5)	4,2	2,5	1,2	3,1	2,7	3,8
Industria manufacturera	(12,5)	8,8	11,8	13,2	6,1	9,7	7,0
Construcción	(24,6)	(10,0)	(2,4)	2,8	6,8	(0,9)	6,1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(8,9)	4,0	7,3	6,4	3,4	5,3	4,6
Transporte y comunicaciones	(3,0)	3,3	3,8	4,1	3,2	3,7	4,8
Establ. financieros, inmuebles y ss. a las empresas	(6,4)	(1,7)	(0,4)	1,4	(0,3)	(0,2)	3,1
Servicios sociales, comunales y personales	3,9	1,1	(1,2)	(1,8)	(2,4)	(1,1)	(1,1)
Producto Interno Bruto	(4,3)	2,5	3,5	3,2	2,1	2,8	3,8

(e) Estimado.

(proy.) Proyectado.

Fuente: (1999) DANE, (2000) Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección General de Política Macroeconómica (DGPM), (2001) Departamento Nacional de Planeación (DNP)-Dirección de Estudios Económicos (DEE).

economía en el año 2000 con cerca de 1,8 puntos porcentuales. Este crecimiento estuvo explicado principalmente por el comportamiento positivo del consumo de los hogares, que creció 3,2% en el año, aportando cerca de 2,1 puntos porcentuales al crecimiento total de la economía y compensando de esta forma la caída de -1,3% en el consumo de las administraciones públicas³ (Cuadro 2).

El comportamiento positivo del consumo de los hogares explica la recuperación de la demanda interna en el año 2000 respecto a 1999, año en el cual, el consumo de los hogares cayó 5,1%. De esta forma, el consumo final presentó tasas de crecimiento positivas durante el año 2000 después de seis trimestres de caída consecutiva, aun con la reducción del consumo por parte del gobierno. La recuperación en el consumo de los hogares se debe al aumento en los salarios reales, al incremento en el número de ocupados, a la baja de las tasas de interés y a la reducción en el endeudamiento de los hogares. El mayor consumo se refleja en un incremento en la demanda de bienes durables (11,5%), semidurables (8,2%) y no durables (2,5%) (Cuadro 3).

Uno de los factores que incidió en el dinamismo de la demanda fueron los niveles históricamente bajos de las tasas promedio de interés real (Gráfico 8), los cuales permitieron el aumento en el consumo de bienes durables. Este hecho se refleja en el incremento de las ventas financiadas con tarjetas de crédito (Gráfico 9) y en la recuperación del crédito de consumo durante el año 2000 (Gráfico 10).

La recuperación de la demanda no solamente se sintió por el lado del consumo sino también en la inversión total, al pasar de decrecer 32,1% en 1999 a crecer 13,4% en el año 2000. Este resultado se explica principalmente por un incremento de 47,8% de la inversión privada. A pesar de esto su nivel aún no alcanza el observado en 1998. El crecimiento de la inversión privada se obtuvo gracias a un aumento

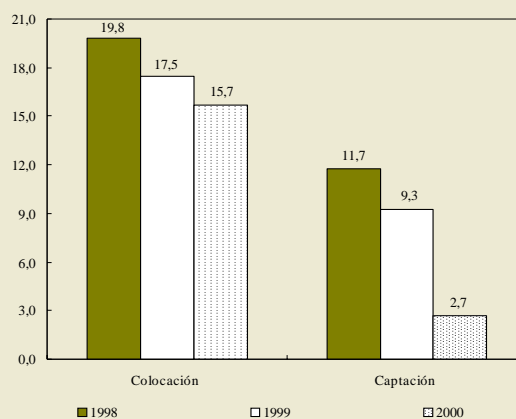
³ Dado que el DANE no ha proporcionado el crecimiento del PIB por el lado del gasto, se tomaron las cifras estimadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

CUADRO 2
PIB, POR COMPONENTES DEL GASTO (MILLONES DE PESOS DE 1994) CRECIMIENTOS ANUALES (%)
 (SERIES DESESTACIONALIZADAS)

	1999	2000 (e)	2001 (proy.)
Total consumo	(3,0)	2,0	2,3
Consumo hogares	(5,1)	3,2	3,6
Consumo administraciones públicas	3,6	(1,3)	(1,7)
Total inversión	(32,1)	13,4	13,6
Inversión privada	(56,5)	47,8	27,9
Inversión pública	1,1	(7,0)	0,3
Formación bruta de capital fijo	(23,8)	4,6	10,8
Privada	(47,0)	25,1	24,1
Pública	5,4	(9,4)	(0,8)
Variación de existencias	n.c.	n.c.	n.c.
Demanda final interna	(8,4)	3,6	4,0
Exportaciones	5,7	1,2	3,8
Importaciones	(16,6)	5,5	4,7
Producto Interno Bruto	(4,3)	2,8	3,8

(e) Estimado.
 (proy.) Proyectado.
 n.c. No computable. Como porcentaje del PIB la variación de existencias pasó de -0,61% en 1999 a 0,58% en el 2000 y se espera que para el año 2001 alcance sus niveles históricos de 1,0%.
 Fuente: (1999) DANE, Cifras estimadas para el año 2000 por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, DGPM.

GRÁFICO 8
TASAS REALES DE INTERÉS
 (PROMEDIO PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República.

CUADRO 3
PIB, SEGÚN DISTRIBUCIÓN DEL GASTO (1994 = 100)
CRECIMIENTOS ANUALES (%)
 (SERIES DESESTACIONALIZADAS)

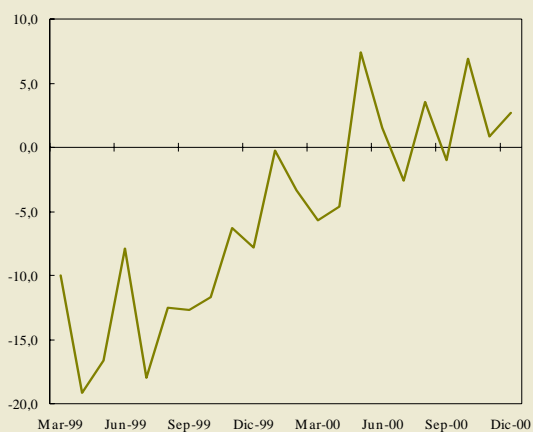
Ramas de actividad económica	1999 (e)	2000 (e)				
		I	II	III	IV	Total
Consumo final	(3,0)	2,6	2,6	2,0	1,0	2,0
Hogares	(5,1)	3,0	4,3	4,0	1,6	3,2
No durables	(5,8)	3,9	3,1	3,8	(0,9)	2,5
Semidurables	(6,1)	7,6	9,0	7,8	8,3	8,2
Servicios	(0,9)	1,2	2,0	2,1	1,5	1,7
Durables	(24,1)	1,0	23,4	14,8	8,2	11,5
Gobierno	3,5	1,3	(2,2)	(3,5)	(0,9)	(1,3)
Formación bruta de capital	(32,1)	7,6	18,5	17,1	11,2	13,4
Formación bruta de capital fijo	(23,8)	(0,5)	5,1	6,8	7,1	4,6
Maquinaria y equipo	(21,3)	11,0	14,6	15,5	14,6	13,9
Equipo de transporte	(32,8)	6,8	9,6	(5,1)	(6,0)	1,4
Edificaciones	(35,5)	(15,7)	(9,6)	15,8	1,0	(2,3)
Obras civiles	(11,0)	(1,9)	5,5	(4,4)	8,4	1,9
Variación de existencias	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Demanda final interna	(8,4)	3,3	4,7	4,1	2,5	3,6
Exportaciones totales	5,6	2,4	0,6	4,6	(2,9)	1,2
Importaciones totales	(16,6)	7,1	7,6	9,9	(1,8)	5,5
Producto Interno Bruto	(4,3)	2,5	3,5	3,2	2,1	2,8

(e) Estimado.

n.c. No computable.

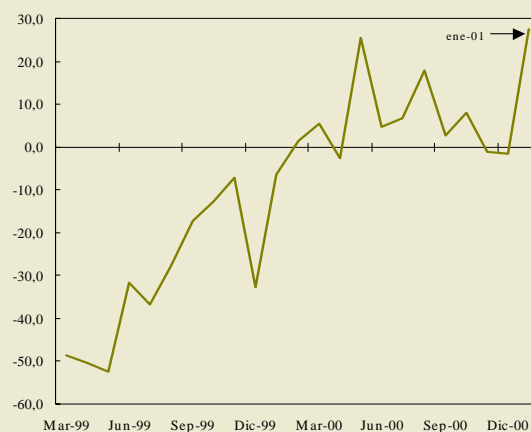
Fuente: DANE, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, DGPM.

GRÁFICO 9
VENTAS EFECTUADAS CON TARJETAS DE CRÉDITO
TOTAL SISTEMA
 (TASA DE CRECIMIENTO REAL ANUAL)



Fuente: Red Multicolor. Cálculos del Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE).

GRÁFICO 10
DESEMBOLSOS DE CRÉDITO DE CONSUMO EN
TÉRMINOS REALES TOTAL SISTEMA FINANCIERO
 (VARIACIÓN FRENTE AL MISMO MES DEL AÑO ANTERIOR)



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

en la formación bruta de capital fijo privado (25,1%) y a la recuperación de la variación de existencias, la cual pasó de desacumular cerca del 0,61% del PIB a acumular 0,58% de este, representando una contribución de 1,26 puntos porcentuales al crecimiento de la economía durante el año 2000. Esta acumulación de inventarios después de un período de recesión, como el presentado por la economía colombiana en 1999, da indicios de una recuperación en el nivel de ventas y, por lo tanto, de la actividad económica⁴. Por el contrario, la inversión pública se contrajo en un 7,0% en el año 2000.

El aumento de la formación bruta de capital fijo total (4,6%) se explica principalmente por el incremento de 13,9% en la inversión en maquinaria y equipo durante el año 2000 comparado con un decrecimiento de 21,3% en 1999; así mismo, la inversión en equipo de transporte, edificaciones y obras civiles se recuperó a lo largo del año 2000. Sin embargo, esta recuperación de la inversión no es tan sólida, ya que la inversión en equipo de transporte, aunque presentó tasas de crecimiento positivas en los dos primeros trimestres del año (6,8% y 9,6%, respectivamente), volvió a decrecer en el segundo semestre de 2000 (Cuadro 3).

Así, en el año 2000, las fuentes de crecimiento de la economía se centraron en los componentes de demanda privada, consumo e inversión, y un incremento en las exportaciones, mientras que los componentes de gasto público decrecieron en cumplimiento del ajuste fiscal. Es de subrayar, que el mayor dinamismo de la inversión y consumo privado se debe, entre otras causas, a menores tasas de interés y mayor confianza del público en la economía colombiana. En general, la

⁴ Véase, Concha, Alvaro (2000). "El resultado de la variación de existencias en Colombia en 1999", Documento de Trabajo, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección General de Política Macroeconómica (DGPM).

⁵ La serie original de utilización de capacidad instalada presenta en diciembre, el nivel más bajo de todo el año, lo cual se debe a la existencia de estacionalidad en la serie, lo que hace necesario suavizarla para realizar un análisis sin tener en cuenta este tipo de efectos. Sin embargo, el nivel de utilización observado en diciembre del año 2000 (69,3%) fue mayor que el observado en diciembre del año anterior (69,0%).

mayor demanda interna y externa fue satisfecha por las empresas con una mayor utilización de la capacidad instalada⁵ (Gráfico 11).

Aunque la economía colombiana se reactivó en el año 2000, todavía se encuentra por debajo del crecimiento promedio de Latinoamérica (4,0%). Sin embargo, para 2001 se espera un crecimiento similar al del conjunto de países de la región, los cuales iniciaron su fase de recuperación en el año 2000 (Cuadro 4).



CUADRO 4
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL OBSERVADA
Y PRONOSTICADA DE LOS PRINCIPALES
PAÍSES LATINOAMERICANOS

	1999	2000 (*)	2001 (*)
Argentina	(3,4)	(0,5)	2,0
Brasil	0,9	4,0	4,0
Chile	(1,1)	5,7	4,7
Ecuador	(7,3)	2,6	4,1
Perú	1,4	3,7	0,3
Venezuela	(6,1)	3,2	4,8
México	3,7	7,3	3,2
Latinoamérica	0,3	4,0	3,4
Colombia	(4,3)	2,8	3,8

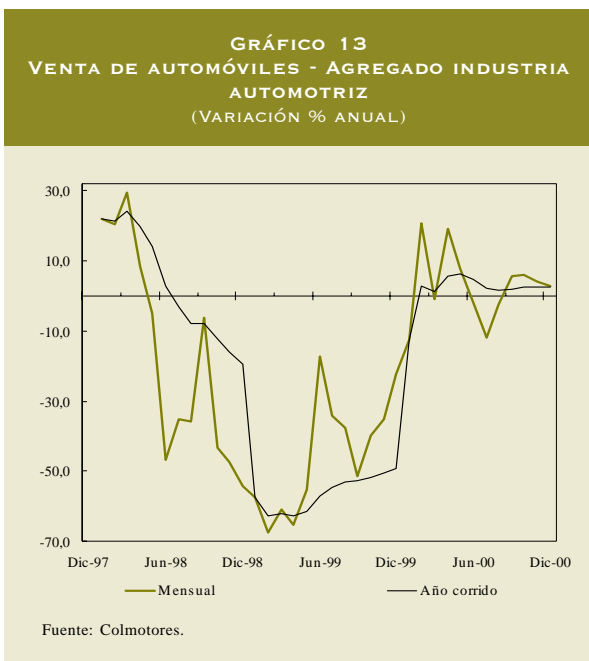
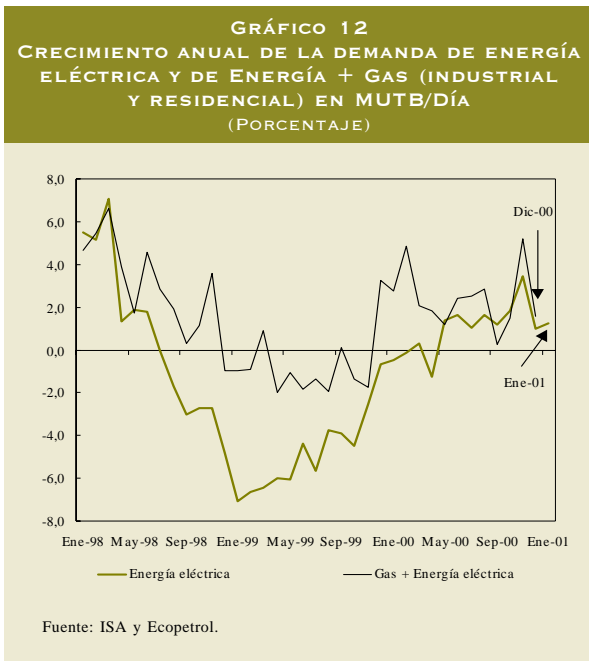
(*) Pronósticos a diciembre.
Fuente: CEPAL y J. P. Morgan.

Otras estadísticas también confirman la reactivación económica. Por ejemplo, indicadores como el consumo mensual de energía eléctrica más gas y la venta de automóviles continúan mostrando señales positivas sobre la producción industrial y el consumo interno de bienes durables, respectivamente (gráficos 12 y 13).

Adicionalmente, la Encuesta de Opinión Empresarial a diciembre de 2000, realizada al sector industrial por Fedesarrollo, indica que la dinámica de la

economía puede continuar en el año 2001 según lo muestra el indicador de la situación económica actual y el nivel de pedidos para la industria, los cuales presentan una tendencia creciente, mientras que el de existencias se mantiene en niveles históricamente bajos (gráficos 14 y 15).

De igual forma, las expectativas de la situación económica de corto y mediano plazo siguen siendo optimistas como lo señala el alto nivel del clima de



negocios (Gráfico 16). Al mismo tiempo, la percepción de riesgo que los mercados internacionales tienen sobre la economía colombiana ha disminuido (Gráfico 17) facilitando el acceso al financiamiento externo e incentivando la inversión extranjera.

C. PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO PARA 2001

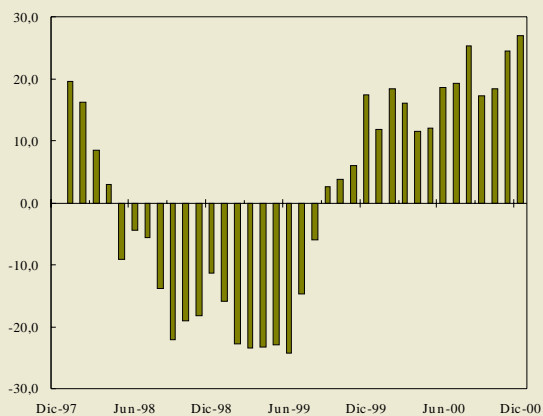
La consolidación de la recuperación económica durante el año 2001 dependerá del cumplimiento de las metas fiscales del gobierno, la existencia de tasas de interés reales bajas y estables y la continuidad de la expansión de las exportaciones. El crecimiento será sostenible en la medida en que se mantengan altas tasas de inversión privada, para lo cual es fundamental la existencia de una política macroeconómica coherente, la recuperación de la confianza del país, el mejoramiento de la situación de orden público y la aprobación de las reformas estructurales del sector público.

Se espera que el crecimiento del año 2001 (3,8%) esté liderado por el consumo y la inversión privada, así como por las exportaciones, mientras que el gobierno continúa su proceso de ajuste por el lado del gasto. De acuerdo con las proyecciones del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se estima que en 2001 el consumo y la inversión total crezcan 2,3% y 13,6%, respectivamente, y que las importaciones y exportaciones se incrementen en 4,7% y 3,8%, respectivamente⁶ (Cuadro 2).

La dinámica industrial durante el año 2001 dependerá en gran parte del comportamiento que presenten las exportaciones y las importaciones. Mientras las primeras estimulan la producción industrial vía ma-

⁶ Las proyecciones de crecimiento del Ministerio de Hacienda y Crédito Público para el año 2001 se basan en un ejercicio de requerimientos para alcanzar el crecimiento de 3,8% esperado para este año. De esta forma, con la información disponible por el lado de la demanda proveniente de la balanza de pagos y de los flujos de caja del gobierno, según el Consejo Superior de Política Fiscal (Confis), se determina por residuo el crecimiento de la inversión privada.

GRÁFICO 16
CLIMA DE NEGOCIOS



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

GRÁFICO 17
EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES DE LOS BONOS LATINOAMERICANOS A 30 AÑOS (PUNTOS BÁSICOS)



Fuente: Bloomberg.

yor demanda externa, las segundas lo hacen vía demanda interna. Según estimaciones del Departamento Nacional de Planeación (DNP), se espera que la industria crezca 7,0% en el año 2001 (Cuadro 1).

La reactivación del sector de la construcción (6,1%) estará sujeta en parte a la recuperación del crédito dirigido a vivienda y a su seguridad jurídica, y a que se realice un ajuste fiscal más por el lado de los gastos de funcionamiento, que por el lado de la inver-

sión en obras públicas. Ya se empieza a observar una leve recuperación de este sector gracias a la mayor construcción de vivienda de interés social, lo cual se refleja en el buen desempeño de la producción de cemento y de industrias relacionadas con la construcción (Gráfico 18).

El sector minero, por su parte, se seguirá viendo afectado por la declinación natural en la explotación de los campos petroleros más importantes del país y por los atentados a la infraestructura petrolera.

El crecimiento de la economía en el año 2001 es susceptible a cambios en las condiciones económicas de los principales socios comerciales como son los Estados Unidos, Venezuela y la Comunidad Andina (Cuadro 5). También dependerá de las variaciones en el precio internacional del petróleo y de la tasa de cambio, las cuales han sido hasta ahora favorables para las ventas colombianas en el exterior.

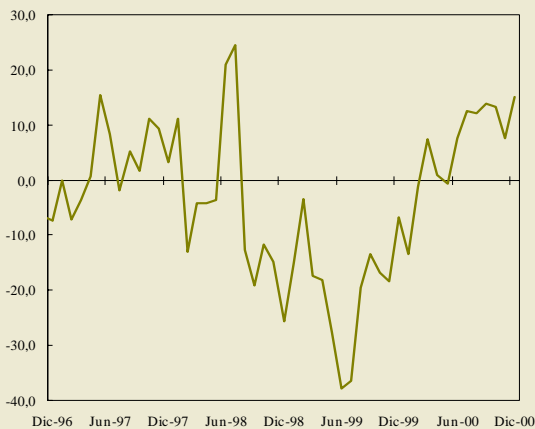
En particular, Estados Unidos continúa presentando signos de desaceleración económica cuya magnitud es difícil de predecir. En febrero se proyectaba un crecimiento de apenas 1,6% para finales de 2001 frente al 5,0% alcanzado en 2000, lo cual, podría llegar a perjudicar las exportaciones colombianas. Ante este nuevo entorno macroeconómico, el *Federal Reserve*

Bank (Fed) ha reaccionado rápidamente disminuyendo la tasa de interés de 6,5% a 5,5%. Adicionalmente, en las últimas declaraciones de la autoridad monetaria se perciben menores temores inflacionarios, lo cual hace entrever una nueva disminución en la tasa de interés. La disminución en la tasa de interés del Fed podría ayudar a estabilizar los márgenes de la deuda soberana a 10 y 30 años durante 2001 y estimular los flujos de capital hacia América Latina y Colombia.

Las economías latinoamericanas se han comportado satisfactoriamente en los últimos meses y se espera que el ciclo de expansión económica continúe. Es previsible, sin embargo, un crecimiento menor de algunas economías, debido a la persistencia de los problemas en el ámbito político y a las condiciones globales menos favorables. La vulnerabilidad externa de la región es menor que la sufrida en períodos anteriores, en buena parte, gracias a la puesta en marcha de políticas macroeconómicas coherentes. De esta forma, se prevé que la región alcanzará un crecimiento real de 3,4% al finalizar 2001, factor positivo para las exportaciones colombianas (cuadros 4 y 5).

Finalmente, para 2001 se espera que el precio internacional del petróleo continúe con la disminución mostrada en diciembre del año pasado. Este precio había presentado un repunte significativo hasta noviembre, el cual indicaba la gran incertidumbre de los agentes económicos sobre la disponibilidad del crudo. Sin embargo, esta incertidumbre ha cedido, reflejándose en menores precios en los contratos a futuro de uno, seis y 12 meses. Así, para el año 2001, el mercado espera precios inferiores (en promedio US\$25.2 por barril) a los observados durante gran parte de 2000 (en promedio US\$28.8 por barril)⁷, con su posible efecto negativo sobre los ingresos fiscales del país.

GRÁFICO 18
PRODUCCIÓN DE CEMENTO
(VARIACIÓN % ANUAL)



Fuente: DANE.

⁷ Corresponde a los precios de exportación de la mezcla colombiana. En el año 2001 se proyecta tomando como referencia la información del *World Economic Outlook* (WEO), elaborado por el FMI, que corresponde a un precio promedio de U. K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate (WTI).

CUADRO 5
EXPORTACIONES, SEGÚN DESTINO Y CRECIMIENTO PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES

Destino	Exportaciones en 2000 1/				Crecimiento económico (%)	
	Participación		Crecimiento %		2000	2001 (proy.)
	Totales	No tradicionales	Totales	No tradicionales		
Estados Unidos	50,7	32,6	14,4	10,0	5,0	1,6
Comunidad Andina 2/	16,6	31,9	32,3	34,0	4,8	3,1
Venezuela	9,9	20,4	41,3	41,4	3,2	4,8
Aladi 2/	22,5	41,0	32,2	33,7	4,1	3,5
Unión Europea	12,4	9,6	(10,1)	(5,9)	3,2	2,4
Japón	1,8	0,7	(6,1)	21,8	1,3	0,8
Resto	12,6	16,1	7,8	12,1	n.a.	n.a.
Total 3/	100,0	100,0	12,7	17,1	n.a.	n.a.

(proy.) Proyectado.

n.a. No aplica.

1/ Información hasta diciembre de 2000, cifras provisionales.

2/ No incluye a Colombia.

3/ La participación del 100,0% se obtiene sin Comunidad Andina ni Venezuela, ya que están incluidos en la Aladi.

Fuente: Banco de la República y J. P. Morgan.

Por otra parte, se espera que en el año 2001 continúe la crisis cafetera que se ha venido presentando desde 1999, debido a la sobreoferta de café existente a nivel mundial. Esto debido principalmente a la mayor producción de Vietnam, que en el año 2000 superó la producción de Colombia, llevando a una acumulación de inventarios en los países consumidores como los Estados Unidos y Alemania y, por ende, a una caída en el precio internacional del café (*ex-dock*), que después de un promedio de US\$1.19 por libra en 1999 se redujo a US\$1.02 por libra en 2000 y se proyecta en US\$0.98 por libra para 2001.

D. EL PROBLEMA DEL DESEMPLEO

1. Comportamiento de la tasa de desempleo y sus determinantes

La tasa de desempleo⁸ en Colombia pasó de un promedio de 9,0% entre 1990 y 1995 a uno de 16,0% entre 1996 y 2000. En un estudio reciente, Hugo López (2001)⁹ identifica dentro de las causas que explican este comportamiento, en su orden, a la recesión eco-

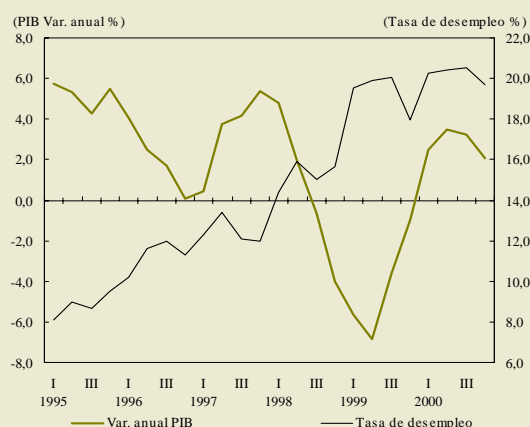
nómica, al incremento de los costos laborales y a la mayor participación laboral. Otro factor que se convirtió en causa de desempleo fue el cambio en la composición de la demanda laboral hacia trabajadores más calificados, cuya disponibilidad ha sido escasa a lo largo de los últimos 10 años.

Como se observa en el Gráfico 19, la tasa de desempleo ha presentado una tendencia creciente desde 1995, año en el que se evidenciaron los primeros síntomas de desaceleración económica y, por ende, una caída en la inversión. En particular, se observa que entre 1995 y 1996 el menor ritmo de crecimiento económico estuvo acompañado de un incremento importante en la tasa de desempleo. Esta tendencia creciente no se logró detener a pesar de la breve recuperación de la economía presentada entre 1997 y el primer trimestre de 1998. La caída acelerada del producto entre 1998 y 1999 generó un rápido crecimiento en el desempleo

⁸ Tasa de desempleo para las siete áreas metropolitanas.

⁹ López, Hugo (2001). "Características y determinantes de la oferta laboral colombiana y su relación con la dinámica del desempleo: Consideraciones teóricas y de política", CIDE, Medellín.

GRÁFICO 19
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB
Y TASA DE DESEMPLEO



Fuente: DANE.

alcanzando los máximos niveles históricos, los cuales se han mantenido a pesar de la reactivación económica ocurrida en el año 2000.

Si bien la tasa de desempleo durante el año 2000 se mantuvo en niveles altos del 20,0%, su tendencia

ascendente empezó a ceder¹⁰. Este comportamiento se debió al mayor dinamismo de sectores como la industria y el comercio y a la recuperación de la construcción observada en los últimos trimestres de 2000 (Cuadro 6). Así, el número de ocupados se incrementó en promedio 212.493 durante cada uno de los trimestres del año 2000¹¹.

La industria, además de liderar el crecimiento del PIB, contribuyó con la mayor generación de empleo durante el año 2000. Por su parte, el sector comercio ha mostrado un incremento en el nivel de ocupación desde 1999 (Gráfico 20). No obstante, este comportamiento corresponde al aumento del número de trabajadores por

¹⁰ Esta tasa corresponde a las siete áreas metropolitanas, de acuerdo con la Encuesta Nacional de Hogares del DANE cuya periodicidad es trimestral. Recientemente, el DANE publicó la Encuesta Continua de Hogares cuya periodicidad es mensual y cubre las 13 principales ciudades y sus áreas metropolitanas. De acuerdo con esta última encuesta el desempleo en enero de 2001 se situó en 20,5%.

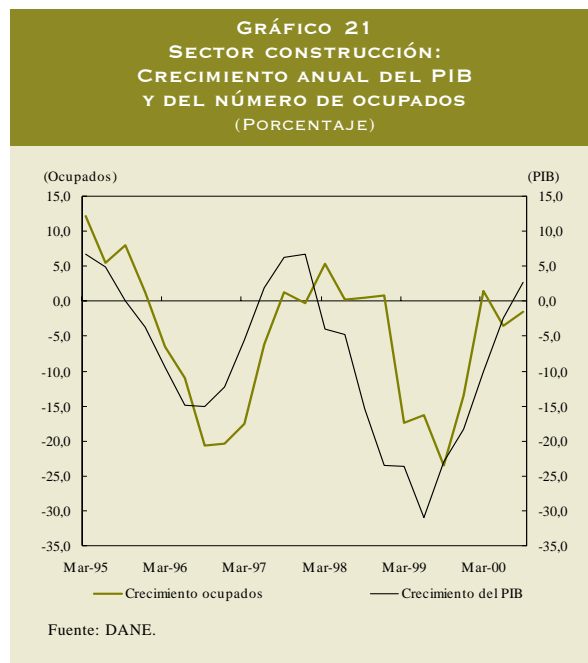
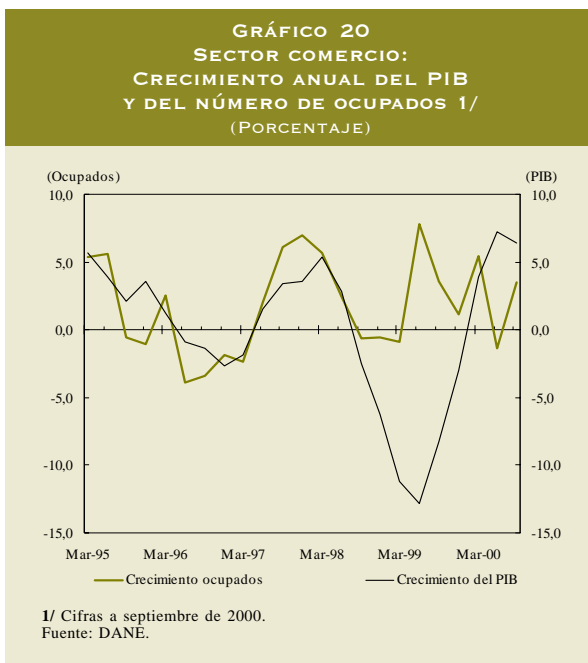
¹¹ Para cada uno de los trimestres, el número de ocupados creció en 263.513 en el primero, 237.334 en el segundo, 269.016 en el tercero y 80.107 en el cuarto trimestre.

CUADRO 6
CRECIMIENTO ANUAL DE LA POBLACIÓN OCUPADA, SEGÚN RAMA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
TOTAL SIETE ÁREAS METROPOLITANAS
(PORCENTAJE)

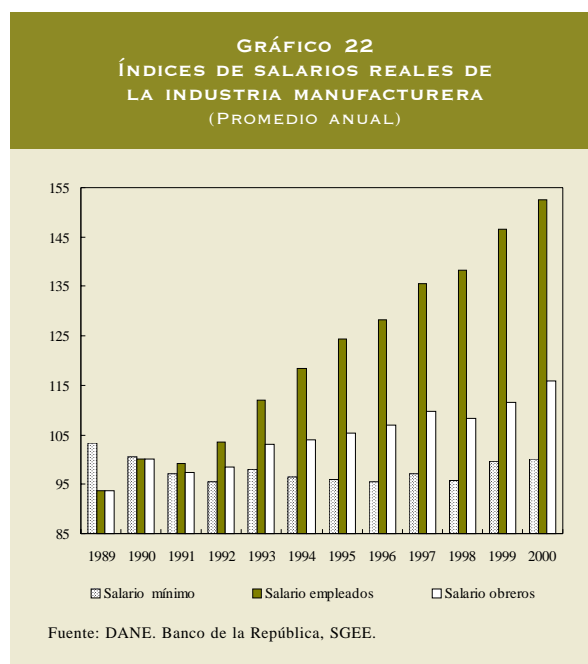
Actividad	1998				1999				2000			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Industria	8,0	5,3	(4,7)	(3,9)	(15,6)	(11,8)	(5,4)	(1,4)	7,2	8,1	14,9	n.d.
Comercio	5,7	2,4	(0,6)	(0,6)	(0,9)	7,8	3,6	1,1	5,5	(1,4)	3,5	n.d.
Servicios comunales, sociales y personales	9,3	8,4	5,7	8,9	0,2	(0,5)	3,0	0,8	7,6	7,4	7,4	n.d.
Servicios financieros	2,5	(9,9)	(1,7)	(1,1)	4,3	(0,2)	(3,7)	8,8	(6,8)	(1,7)	(3,7)	n.d.
Construcción	5,3	0,2	0,6	0,8	(17,3)	(16,3)	(23,5)	(13,5)	1,4	(3,6)	(1,5)	n.d.
Transporte	8,1	13,8	(1,1)	(5,0)	(7,4)	(7,1)	7,4	2,5	7,1	12,7	(9,0)	n.d.
Agric., Min., Elec., gas y agua	(6,3)	(18,8)	(6,6)	(3,5)	14,0	0,1	7,0	8,1	(12,5)	20,5	1,9	n.d.
Total	6,7	3,6	(0,0)	1,0	(4,3)	(2,2)	(0,3)	0,6	4,8	4,3	4,8	1,4

n.d. No disponible.

Fuente: DANE - Encuesta Nacional de Hogares (ENH), enero de 2001.



cuenta propia¹², lo cual se ha reflejado en un incremento de la tasa de informalidad (relación entre la ocupación informal y la total) en las siete principales áreas metropolitanas, al pasar de 52,5% en 1996 a 60,0% en el año 2000. Así mismo, la construcción, uno de los sectores más afectados por la crisis económica, revierte su tendencia decreciente tanto en su producción como en el número de ocupados en el año 2000 (Gráfico 21). El crecimiento del desempleo en Colombia ha obedecido, en parte, al alza en los costos laborales. Como lo muestra H. López (2001), el incremento en los salarios reales, si bien no fue el factor que desencadenó el desempleo, sí restó dinamismo al nivel de ocupación entre 1991 y 1997 y agravó el desempleo entre 1998 y 2000. En particular, la presión salarial sobre el desempleo se ha venido dando principalmente por el aumento en el costo del trabajo calificado, más que por el no calificado, como puede observarse en el índice de salarios reales de la industria manufacturera (Gráfico 22). Al aumento en los salarios reales se adiciona el incre-



mento en los costos parafiscales de la contratación laboral, como consecuencia de los mayores aportes a la seguridad social a partir de la Ley 100 de 1993.

El incremento de los salarios por encima de la inflación en los últimos años, debido al comportamiento inercial de las expectativas de inflación y las mayores cargas parafiscales, condujeron a un aumento considerable de los costos laborales. Lo anterior, al coincidir con un choque externo negativo y un de-

¹² Los ocupados que se clasifican dentro del sector informal son aquellos asalariados y patronos que pertenecen a empresas con menos de 10 trabajadores, los de cuenta propia que no son profesionales ni técnicos y los trabajadores familiares y del servicio doméstico. Esta definición pretende identificar el segmento del mercado laboral en donde es más fácil incumplir la normatividad laboral, tributaria, comercial, etc., por razón de la reducida escala de operación.

bilitamiento de la demanda efectiva, produjo una reducción del empleo asalariado y un crecimiento en el empleo informal. En efecto, en el año 2000 el empleo asalariado decreció a una tasa de 7,5%, a la vez que se observó un movimiento inverso en el comportamiento del número de trabajadores por cuenta propia, trabajadores familiares y del servicio doméstico (Cuadro 7).

Más aún, en 1996, 37,7% del empleo informal era compuesto por trabajo asalariado de las pequeñas empresas (“microempresas”: menos de 10 trabajadores) y 43,8% por trabajadores de cuenta propia. Sin embargo, para junio de 2000 tal empleo asalariado había descendido a 31,0% de la ocupación informal, en tanto que el trabajo por cuenta propia había aumentado hasta representar 49,2% del informal. Así,

la tasa de informalidad (trabajo en pequeñas empresas, por cuenta propia, y servicio doméstico) de las siete principales áreas metropolitanas del país pasó de 52,7% en 1996 a 60,3% en el año 2000.

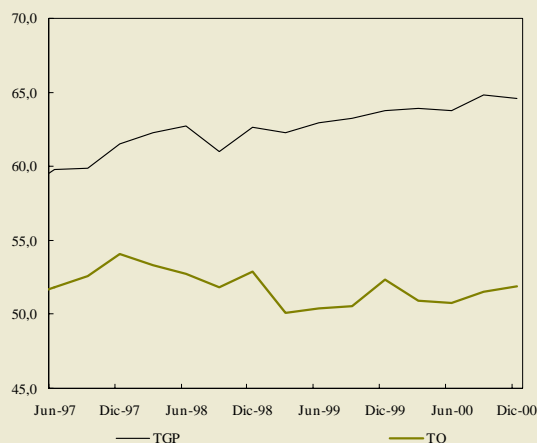
La creciente participación laboral ha sido otro de los determinantes del desempleo en los últimos años. Durante el año 2000, la tasa global de participación (TGP = Población Económicamente Activa (PEA) / Población en edad de trabajar), indicador usual de la oferta de trabajo fue, en promedio, 64,3%, superior en 4,3 puntos porcentuales a la registrada en 1997 (Gráfico 23). El aumento en la TGP se debe, en parte, al deterioro de los ingresos familiares, causados por la desaceleración económica, que indujo a miembros del hogar, que antes no hacían parte de la PEA, a engrosar la oferta de trabajo.

CUADRO 7
CRECIMIENTO DEL EMPLEO URBANO, SEGÚN POSICIÓN OCUPACIONAL
SIETE ÁREAS METROPOLITANAS
(PORCENTAJE)

	1994	1996	1998	2000	% Ocupados 2000
A. Asalariados	5,0	3,7	(1,3)	(7,5)	54,6
1. Microempresas	2,2	5,4	(0,6)	(0,9)	18,4
2. Medianas y grandes empresas	8,9	3,5	(4,6)	(8,4)	29,3
3. Gobierno	(3,5)	0,2	11,3	(18,5)	6,9
B. Independientes	8,0	2,4	16,0	16,1	38,6
1. Cuenta propia	9,6	8,0	15,4	22,1	32,7
a. No profesionales ni técnicos	8,4	8,7	13,9	23,8	29,6
b. Profesionales y técnicos	21,7	1,4	29,7	7,6	3,1
2. Patronos	3,1	(16,3)	18,5	(9,1)	5,8
a. Microempresas	3,5	(18,5)	17,0	(3,9)	5,1
b. Medianas y grandes empresas	0,6	(1,9)	26,5	(34,6)	0,7
C. Otros empleos	(25,1)	(13,4)	37,4	17,8	6,8
1. Servicio doméstico	(14,4)	(12,9)	26,8	22,8	5,3
2. Ayudantes familiares	(19,5)	(15,3)	79,5	3,9	1,6
Total sector informal	0,9	2,0	10,6	11,9	60,0
Total sector formal	6,8	2,7	0,5	(9,9)	40,0
Total ocupados	3,6	2,4	5,8	2,0	100,0

Fuente: DANE. Cálculos basados en la ENH. Junio de 2000.

GRÁFICO 23
TASA GLOBAL DE PARTICIPACIÓN (TGP) Y TASA DE
OCUPACIÓN (TO), SIETE ÁREAS METROPOLITANAS
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, ENH.

Este fenómeno fue particularmente notorio en 2000 cuando según la nueva encuesta de hogares¹³ la TGP aumentó de 61,6% en enero de 2000 a 64,8% en enero de 2001. El incremento en la participación laboral se reflejó en un aumento en la tasa de desempleo del 17,6% a 20,5% durante este período de acuerdo con esta encuesta. Esto se produjo a pesar de un incremento en la tasa de ocupación (TO = Población ocupada / Población en edad de trabajar) de 50,8% en enero de 2000 a 51,5% en enero de 2000, gracias a un aumento de 3,9% en el número de ocupados durante este período. Así, pese a que ha sido relativamente alta, la creación de nuevos empleos fue insuficiente para compensar el fuerte aumento de la oferta laboral.

2. Características de los desempleados

El desempleo urbano ha afectado en mayor grado a los jóvenes, las mujeres y los trabajadores de menores ingresos y bajos niveles de calificación. Así mismo, el aumento del desempleo abarcó a los diferentes miembros del hogar, en la medida en que se incrementó la participación de los hijos solteros y cónyuges en la oferta laboral.

¹³ La Encuesta Continua de Hogares cubre las 13 principales ciudades del país y tiene una periodicidad mensual.

Los jóvenes han sido los más afectados por el desempleo. En efecto, 60,0% de los desocupados, en promedio, son personas entre los 12 y 24 años. En septiembre de 2000 la tasa de desempleo del grupo cuyas edades se encuentran entre 12 y 17 años se situó en 44,7%, y en 34,8% en el siguiente grupo de 18 a 24 años (Cuadro 8). De ahí la importancia de lograr un mayor nivel de educación en este grupo de la población.

El aumento en el desempleo entre los jóvenes sugiere que el desempleo total no se debe a despidos, sino a desestímulos a la contratación de nuevos trabajadores. Esto reafirma la necesidad de una reforma laboral que disminuya los costos de contratación, incluyendo los costos de futuros despidos.

La tasa de desempleo femenina ha sido superior a la masculina y ha aumentado más rápidamente en el grupo más joven. Así, la correspondiente a las mujeres fue 24,5%, mientras que la de los hombres alcanzó 16,9%, en septiembre de 2000 (Cuadro 8). El incremento de la brecha entre las tasas de desempleo de mujeres y hombres se observó principalmente en el rango de 12-17 años, al pasar de 3 a 12 puntos porcentuales entre 1991 y 2000.

Por niveles de ingreso, se observa que entre 1992 y 1996 la tasa de desempleo permaneció relativamente estable, excepto para quienes se ubicaron en el primer decil de ingreso. Sin embargo, entre 1996 y 2000 el desempleo se extendió a personas pertenecientes a todos los grupos de ingreso, aunque los más afectados continuaron siendo quienes perciben los ingresos más bajos (Gráfico 24).

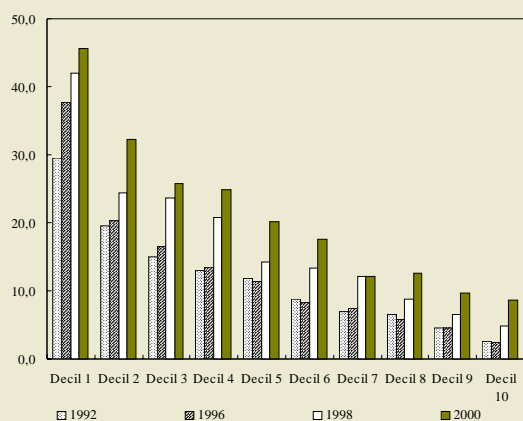
Las personas menos calificadas, aquellas que cuentan solamente con primaria o secundaria, conforman, en promedio, el 80,0% de los desocupados en el año 2000 (Gráfico 25), con tasas de desempleo de 16,6% y 23,7%, respectivamente. No obstante, el grupo con nivel de educación superior, completa e incompleta, ha presentado el mayor incremento relativo en la tasa de desempleo a lo largo de la década del noventa (Cuadro 9).

CUADRO 8
TASAS DE DESEMPLEO, SEGÚN GRUPOS DE EDAD Y SEXO
(SIETE ÁREAS METROPOLITANAS)
(PORCENTAJE)

Grupos de edad	1991	1996	1998	2000
Total	9,8	12,0	15,0	20,5
12-17	23,8	31,8	33,3	44,7
18-24	18,4	22,0	29,2	34,8
25-55	7,0	8,8	11,1	16,0
56 y más	3,9	4,6	9,2	14,1
Total hombres	7,4	9,6	12,5	16,9
12-17	22,3	29,0	29,6	39,8
18-24	15,0	18,6	25,3	30,2
25-55	5,0	6,7	9,0	12,5
56 y más	4,1	5,6	10,3	14,4
Total mujeres	13,1	15,1	18,0	24,5
12-17	25,6	35,8	37,9	51,9
18-24	21,9	25,8	33,1	39,1
25-55	9,8	11,6	13,6	19,8
56 y más	2,9	2,1	6,5	13,4

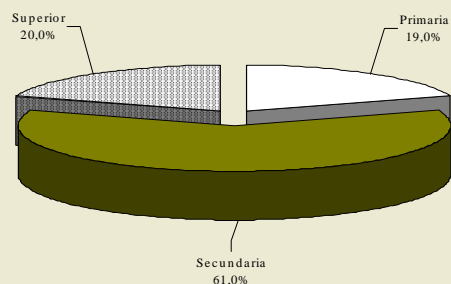
Fuente: DANE, ENH, septiembre de 2000.

GRÁFICO 24
TASA DE DESEMPLEO, SEGÚN DECILES DE INGRESO
TOTAL SIETE ÁREAS METROPOLITANAS
(PORCENTAJE)



Nota: decil 1 más pobres, decil 10 más ricos.
 Fuente: DANE, ENH.

GRÁFICO 25
DISTRIBUCIÓN DE LOS DESEMPLEADOS, SEGÚN
NIVEL DE EDUCACIÓN EN EL AÑO 2000
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, ENH.

Según la posición en el hogar, si bien las tasas de desempleo aumentaron para todos los miembros del hogar, es notable la mayor participación de los hijos y los cónyuges, lo cual puede deberse a su intención de contrarrestar el desempleo del jefe del hogar (Cuadro 10).

Otra característica del desempleo es la tendencia a aumentar el tiempo en el cual el individuo ha estado en busca de un empleo. Como se puede observar en el Cuadro 11, en el año 2000 cerca del 66,0% de los desempleados habían acumulado 24 semanas o más buscando empleo, mientras que el correspondiente porcentaje para el período 1990-1995 era cercano al 43,0%. La mayor duración del desempleo es una problemática adicional, en la medida que tiende a depreciar el capital humano conduciendo a un mayor desempleo estructural.

Por último, Barranquilla, Bucaramanga y Pasto exhibieron, en promedio y durante 2000, tasas de desempleo por debajo del promedio de las siete áreas metropolitanas, en tanto que Manizales, Cali, Medellín y Bogotá continuaron presentando tasas de desempleo superiores a 20,0% (Cuadro 12).

En conclusión, la reactivación no ha sido lo suficientemente dinámica para absorber la fuerza de trabajo creciente. La recuperación económica iniciada en 2000 apenas ha sido suficiente para frenar el aumento en la tasa de desempleo. Es evidente que uno de los requisitos para reducir el desempleo a su nivel histórico es consolidar el crecimiento económico a través del restablecimiento de los equilibrios macroeconómicos. Parecería también que en el actual entorno, las instituciones y prácticas del mercado laboral están agravando la informalización del empleo y reduciendo los incentivos a la contratación en el sector formal. La introducción de reformas en este frente será por lo tanto fundamental para que en los próximos años se pueda obtener una reducción importante en las tasas de desempleo.

CUADRO 9
TASA DE DESEMPEÑO, SEGÚN NIVEL EDUCATIVO
(SIETE ÁREAS METROPOLITANAS)
(PORCENTAJE)

Nivel educativo	1992	1996	1998	2000
Primaria	9,5	10,1	14,3	16,6
Secundaria	13,4	13,5	18,8	23,7
Superior incompleta	11,0	12,3	16,5	22,1
Superior completa	4,6	5,4	9,0	13,2

Fuente: DANE, ENH.

CUADRO 10
TASA DE DESEMPEÑO, SEGÚN POSICIÓN EN EL HOGAR
(SIETE ÁREAS METROPOLITANAS)
(PORCENTAJE)

Posición en el hogar	1992	1996	1998	2000
Jefe	4,0	5,4	7,7	10,5
Cónyuge	13,8	12,0	16,9	22,6
Hijo soltero	20,1	19,9	27,6	34,1
Hijo casado	17,0	19,6	20,5	26,0

Fuente: DANE, ENH.

CUADRO 11
TIEMPO BUSCANDO EMPLEO 1/
(PORCENTAJE)

	1990/1995	1996/1998	1999	2000
Hasta 4 semanas	29,8	22,7	15,5	12,9
Entre 5 y 8 semanas	11,9	11,4	9,5	8,0
Entre 9 y 24 semanas	15,6	16,5	16,4	13,4
Más de 24 semanas	42,5	45,7	58,6	65,7

1/ Como porcentaje del desempleo total.
Fuente: DANE.

CUADRO 12
TASA DE DESEMPLEO POR CIUDADES
(PORCENTAJE)

Período	Bogotá D. C.	Barranquilla	Cali	Medellín	Bucaramanga	Manizales	Pasto	Total siete áreas
1998								
Mar.	12,7	13,0	17,9	16,3	14,5	14,5	14,5	14,4
Jun.	14,8	13,0	19,7	16,7	15,9	16,6	17,0	15,9
Sep.	13,3	11,6	20,6	15,8	14,0	17,4	16,6	15,0
Dic.	15,3	10,4	19,6	15,8	15,0	16,5	16,1	15,6
1999								
Mar.	18,0	16,7	21,2	23,1	19,6	21,1	18,6	19,5
Jun.	19,1	16,3	21,5	21,7	21,1	21,3	19,2	19,9
Sep.	19,3	16,5	21,9	22,4	18,7	20,8	21,0	20,1
Dic.	16,9	14,3	20,5	20,1	17,4	21,1	18,4	18,0
2000								
Mar.	19,6	18,7	21,6	22,2	19,8	20,6	16,9	20,3
Jun.	20,7	18,0	21,3	20,8	19,0	22,1	18,5	20,4
Sep.	20,3	20,2	21,4	21,0	17,9	22,4	21,3	20,5
Dic. (p)	20,3	15,2	21,0	20,0	16,8	21,1	21,3	19,7
Promedio 2000	20,2	18,0	21,3	21,0	18,4	21,5	19,5	20,2

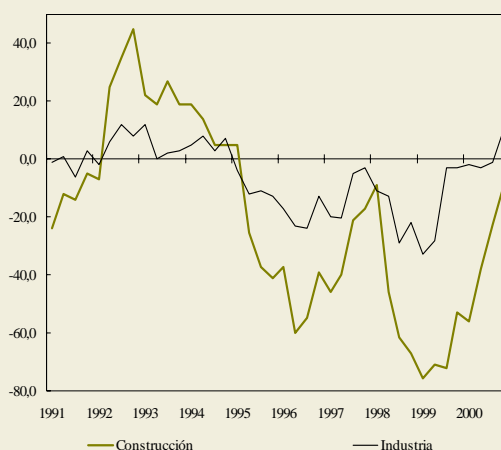
(p) Provisional.
Fuente: DANE, ENH.

CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE EMPLEOS

La Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo contiene una pregunta cualitativa que permite compensar parcialmente la insuficiencia de cifras oficiales sobre creación y destrucción de empleo asalariado. La encuesta indaga a cada "firma" (empresa mediana o grande) si, descontando las fluctuaciones estacionales, el número de personas empleadas ha aumentado, disminuido o permanecido igual con respecto al trimestre anterior. Aunque no se puede calcular el número de empleos creados o destruidos por un determinado sector con base en esta información, sí se puede conocer el porcentaje de firmas del sector que ha creado o destruido empleo. En lo que sigue, se hace referencia al cálculo de la diferencia entre el porcentaje de firmas que reportan que su personal empleado aumentó con respecto al trimestre anterior y el porcentaje de firmas que reportan lo contrario. Y se interpreta esta diferencia como la proporción (neta) de firmas que están creando empleo, o como la proporción (neta) de firmas que están destruyendo empleo, si la diferencia anotada es negativa.

El gráfico muestra los porcentajes mencionados para la industria como un todo y para el sector de la construcción. Tanto en la construcción como en la industria la proporción de firmas creadoras netas de empleo dejó de caer en el segundo trimestre de 1999. En la industria el porcentaje de firmas generadoras netas de empleo ya superaba el porcentaje de firmas destructoras netas de empleo en diciembre de 2000.

**CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE EMPLEO:
CONSTRUCCIÓN E INDUSTRIA**



Fuente: Fedesarrollo.

ESTRATEGIAS DE SUPERVIVENCIA DE LOS DESEMPLEADOS

La estrategia de refugiarse en el sector informal de la economía ha sido utilizada por los miembros de hogares afectados por el desempleo. La tasa de informalidad de los jefes de hogar aumentó de 52,6% en 1994 a 59,4% en 2000, la de los cónyuges aumentó de 56,0% a 63,0%, la de los hijos solteros de 45,7% a 54,1%, y la de los hijos casados de 47,1% a 57,6% (Cuadro 1). Así, muchos jefes de hogar que perdieron su empleo se dedicaron al “rebusque” ante la imposibilidad de encontrar empleo en el sector formal. Lo mismo hicieron los jóvenes que se retiraron de la escuela y las mujeres que abandonaron los oficios domésticos.

El análisis de la composición de los informales, por grupos de ingreso, muestra que son los grupos más pobres de la población los que han tenido que refugiarse en el sector informal para paliar el desempleo actual (Cuadro 2). En junio de 2000 93,5% de los ocupados del decil 1 trabajaban en el sector informal de la economía, mientras que en 1994 este porcentaje era 70,2%. Esto significa que más pobres se han refugiado en el sector informal, pues no pueden darse el “lujo” de quedar desempleados.

Cuando el jefe de hogar queda desempleado, las amas de casa y los jóvenes se lanzan al mercado laboral a tratar de conseguir empleo para compensar la caída de ingresos. Esto tiene dos efectos: en primer lugar, el aumento de la oferta laboral acrecienta aún más la tasa de desempleo y, en segundo lugar, los jóvenes son retirados del sistema escolar.

Entre 1991 y 1997 la tasa de asistencia escolar urbana de los jóvenes entre 12 y 25 años tuvo un ascenso continuo, desde 41,1% hasta 47,2%, y, paralelamente, la tasa de participación global de ese grupo de jóvenes descendió de 44,5% a 41%. A partir de 1997 se revirtió esta tendencia: la tasa de asistencia escolar descendió a 44,4% y la tasa de participación global de los jóvenes aumentó a 44,1% en 1999 (DNP y Misión Social, 2000).

CUADRO 1
EVOLUCIÓN DE LA INFORMALIDAD DEL EMPLEO
SIETE ÁREAS METROPOLITANAS 1/
(JUNIO DE 1984-JUNIO DE 2000)

	1984	1986	1988	1992	1994	1996	1998	2000
Jefe de hogar	51,5	52,2	54,2	51,6	52,6	54,1	55,5	59,4
Cónyuge	58,0	57,8	60,1	56,7	56,0	54,0	57,0	63,0
Hijo soltero	49,6	51,1	51,7	51,7	45,7	45,0	48,0	54,1
Hijo casado	46,6	50,9	50,7	47,1	47,1	52,2	52,8	57,6
Otros parientes	52,6	52,4	55,3	51,5	53,4	50,7	59,5	64,6
No parientes	90,1	86,4	86,4	86,4	82,6	80,6	82,5	87,5

Nota: Datos expandidos con proyecciones de población, estimados con base en los resultados del censo 1993.

1/ Bogotá, D.C., Barranquilla, Cali, Medellín, Bucaramanga, Manizales, y Pasto.

Fuente: Cálculos DNP, a partir de la ENH del DANE.

CUADRO 2
EVOLUCIÓN DE LA INFORMALIDAD DEL EMPLEO SEGÚN DECILES
SIETE ÁREAS METROPOLITANAS 1/
 (JUNIO DE 1984-JUNIO DE 2000)

	1984	1986	1988	1992	1994	1996	1998	2000
Decil 1	79,4	83,3	78,7	78,9	70,2	77,4	86,8	93,5
Decil 2	66,3	63,6	67,5	64,6	62,8	64,4	72,6	79,6
Decil 3	59,6	59,6	63,0	61,6	58,6	61,1	69,7	73,3
Decil 4	60,0	58,1	59,4	58,9	56,0	55,4	63,4	69,0
Decil 5	55,8	56,6	56,4	54,2	54,6	54,2	60,9	65,9
Decil 6	53,5	52,3	55,4	54,6	53,7	55,0	55,1	58,8
Decil 7	52,1	52,0	55,1	49,7	48,4	51,1	50,6	54,3
Decil 8	46,4	50,6	51,1	47,5	49,5	47,8	51,1	47,8
Decil 9	46,4	48,0	48,1	43,5	46,5	45,4	40,9	47,1
Decil 10	45,8	45,7	46,7	43,2	44,0	39,1	35,1	41,1

Nota: Datos expandidos con proyecciones de población, estimados con base en los resultados del censo 1993.
 1/ Bogotá, D.C., Barranquilla, Cali, Medellín, Bucaramanga, Manizales y Pasto.
 Fuente: Cálculos DNP, a partir de la ENH del DANE.

De acuerdo con un estudio reciente realizado por la Misión Social del DNP¹, una estrategia de sobrevivencia de los hogares más pobres ha consistido en conformar “hogares ampliados”, esto es, hogares con dos o más núcleos familiares. En efecto, para el quintil 1 de ingresos el porcentaje de “hogares ampliados” pasó de 31,4% en 1988 a 36,9% en 1998; para el quintil 2, esta proporción pasó de 37,5% a 39,5%, mientras que para el quintil 5 se mantuvo en 29%.

Además de recurrir a las estrategias señaladas, algunos hogares han tenido o han logrado acceder a fuentes de ingresos diferentes a los laborales del jefe. Esto les ha permitido, en parte, amortiguar los efectos del desempleo.

De los 311.627 hogares de las siete principales áreas metropolitanas cuyo jefe de hogar estuvo desempleado en junio de 2000, según la Encuesta Nacional de Hogares (DANE), 255.614 hogares, cifra equivalente a 82,0% del total, reportó alguna fuente de ingresos. De estos, a falta del ingreso laboral del jefe, 158.480 reportó que al menos un miembro trabajaba y que por ese concepto tenían un ingreso promedio de \$533.181. La segunda fuente de ingresos, en cuanto a su frecuencia, fue las ayudas: 26,0% de los hogares reportó que recibían ingresos por este rubro, por un valor promedio de \$101.643 mensuales (Cuadro 3).

Los resultados de la encuesta social de Fedesarrollo en las cuatro principales ciudades (abril de 2000) muestran, de otro lado, que el desempleo se ha concentrado de manera desproporcionada entre los individuos más desprotegidos. Por ejemplo, mientras que sólo 10% de quienes perdieron el empleo contaban con ahorros, 25% de quienes conservaron el empleo disponían de estos.

CUADRO 3
EVOLUCIÓN DE LA INFORMALIDAD DEL EMPLEO SEGÚN DECILES
SIETE ÁREAS METROPOLITANAS 1/
(JUNIO DE 1984-JUNIO DE 2000)

	Hogares		Ingreso promedio
	Número	Porcentaje	
Laborales	158.480	62,0	533.181
Otros	167.254	65,4	517.549
Arriendo	42.598	16,7	369.378
Pensiones	31.055	12,1	1.408.351
Ayudas	66.459	26,0	101.643
Intereses	5.632	2,2	167.309
Otros	17.131	6,7	347.038

Fuente: Cálculos Fedesarrollo con base en ENH del DANE.

Adicionalmente, según esa misma encuesta, 26% de los hogares víctimas del desempleo vendieron activos; en cambio, sólo 7% de los hogares no afectados hicieron lo propio. Estos resultados sugieren que la enajenación de los activos se ha usado masivamente por parte de los hogares afectados por el desempleo. El tipo de activos vendidos varía de manera previsible con el nivel socioeconómico de las familias: los más pobres han vendido artículos del hogar y los más ricos vehículos y propiedad raíz.

Por último, los hogares afectados por el desempleo son mucho más propensos a reportar una caída en el consumo que los hogares no afectados por este fenómeno, según esta encuesta: la diferencia asciende a 18 puntos porcentuales.

¹ Misión Social (1999). "Riesgos sociales y oportunidades de las familias colombianas. Bases para análisis", mimeo.

POLÍTICA MACROECONÓMICA

Como se mencionó en el capítulo anterior, la política macroeconómica llevada a cabo en el año 2000 cumplió con sus dos objetivos principales: recuperación económica y reducción de la inflación. La política monetaria ha contribuido a recuperar el crecimiento económico al facilitar la reducción de las tasas de interés y así incrementar el consumo privado y la inversión. Por su parte, el mercado cambiario ha mostrado una tendencia hacia la devaluación, la cual ha dado lugar a una tasa de cambio muy competitiva, sin que por ello se hubiera comprometido la meta de inflación o generado presiones al alza sobre la tasa de interés en el año 2000. Se ha avanzado en la corrección del desequilibrio fiscal, lo cual ha llevado a aumentar la confianza tanto de los inversionistas nacionales como en los internacionales en la economía colombiana. Como consecuencia, la coherencia de estas políticas, que serán discutidas en detalle a continuación, ha constituido la base de una recuperación con estabilidad macroeconómica.

A. POLÍTICA MONETARIA

1. Principales lineamientos de la política monetaria

De acuerdo con la Constitución y la ley, el objetivo fundamental de largo plazo de la política monetaria en Colombia es velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda, en coordinación con una política macroeconómica general que propenda por el crecimiento del producto y el empleo. Para cumplir este propósito, desde 1991 la Junta Directiva del Banco de la República ha establecido metas

anuales decrecientes para la tasa de inflación. Las decisiones en materia de política monetaria se han tomado con el propósito de garantizar el cumplimiento de dichas metas y el logro de las tasas de crecimiento contenidas en los respectivos programas macroeconómicos.

En este contexto, el reto actual de la política monetaria ha sido continuar con la reducción gradual de la inflación, en un ambiente de reactivación económica y de recuperación del sistema financiero. Para tal fin, la política monetaria ha facilitado la reducción de las tasas de interés, mediante la promoción de condiciones holgadas en los mercados financieros, sin comprometer las metas de inflación.

El cumplimiento de las metas de inflación en los últimos años ha logrado incrementar la credibilidad de la política monetaria, lo que actualmente se manifiesta en un proceso de formación de expectativas de inflación que gravita en torno a la meta anunciada. Sobre esta base, la Junta Directiva del Banco de la República ha adoptado una nueva estrategia monetaria que combina elementos de *inflación objetivo* y valores de referencia flexibles para los agregados monetarios. En esta estrategia se establece que las decisiones de política monetaria se tomarán con base en: 1) la meta de inflación; 2) la evaluación del estado general de la economía, de las tendencias y perspectivas de la inflación y de la situación de desempleo, y 3) el seguimiento al comportamiento de los agregados monetarios, de tal manera que estos resulten consistentes con la meta de inflación¹⁴.

¹⁴ Una descripción detallada de la nueva estrategia monetaria puede consultarse en la *Revista del Banco de la República* (2000), Vol. 73, No. 876, octubre.

Con el propósito de guiar la formación de expectativas de inflación, y tomando en cuenta la existencia de rezagos en los efectos de la política monetaria, en la nueva estrategia se determinó adoptar metas de inflación multianuales. Para los años 2001 y 2002, la Junta y el Gobierno ratificaron las metas de 8% y 6% respectivamente. Como parte integral de esta estrategia, la Junta Directiva continuará realizando mensualmente una evaluación detallada, a partir de un informe de precios elaborado por el equipo técnico del Banco, que examina las presiones inflacionarias y las perspectivas de la inflación como parte fundamental del proceso interno de toma de decisiones. Dicho Informe se continuará publicando trimestralmente, para que los mercados conozcan la percepción de la Junta sobre la probabilidad de cumplir la meta de inflación y evalúen la coherencia de las decisiones de política con el análisis técnico.

La nueva estrategia incluye el anuncio de una senda para la evolución de la base monetaria -línea de referencia-, la cual se construye de manera coherente con la meta de inflación y la proyección del crecimiento real del PIB. Lo anterior responde a la consideración de que la base monetaria es el agregado sobre el cual existe un mayor grado de control y que -como lo advierten diversos trabajos técnicos- una vez se toman en cuenta sus cambios en la velocidad de circulación, su relación con la tasa de inflación es estable a mediano y largo plazos.

Al igual que en el pasado reciente, el concepto de línea de referencia de la base monetaria no significa un compromiso de la Junta Directiva del Banco de la República de corregir mecánicamente cualquier desviación de corto plazo de la base respecto a su valor de referencia. Cuando la base monetaria se desvíe significativamente y por un período de varias semanas de los valores de referencia, la Junta modificará la postura de la política monetaria o explicará públicamente por qué no lo hace. Esto último puede suceder cuando los indicadores y pronósticos de la inflación y otras variables económicas arrojen evidencia fuerte sobre el cumplimiento de las metas de inflación, o cuando se presenten cambios en la velocidad de los agregados monetarios o en la demanda de dinero.

Para adoptar decisiones sobre su postura monetaria, la Junta Directiva ha tenido en cuenta el comportamiento de los promedios móviles de orden 20 y 45 de la base monetaria frente al de la línea de referencia. Los estudios técnicos mostraron que estos promedios móviles exhiben una relación relativamente estrecha con el nivel de precios y filtran con alta probabilidad excesos o defectos monetarios temporales, al tiempo que señalan oportunamente choques monetarios permanentes.

2. Intervención en el mercado monetario

El análisis de las OMA y de la evolución de los principales agregados monetarios a lo largo del año 2000 resulta muy ilustrativo sobre la manera como fenómenos de carácter exógeno, tales como el cambio de milenio, la aplicación y extensión del impuesto a las transacciones financieras, y la segmentación del sistema financiero, afectaron el comportamiento de las variables monetarias. Este análisis ayuda también a comprender tanto las dificultades del manejo monetario, como las decisiones de política tomadas en el curso del año, conducentes a la adopción de la nueva estrategia monetaria antes descrita.

Desde comienzo del año la Junta Directiva estimó conveniente hacer flexible el suministro de liquidez a las entidades financieras, para evitar presiones indeseables sobre las tasas de interés. Varias razones justificaban esta posición. En primer lugar, las expectativas creadas por el cambio de milenio habían incrementado inusualmente la demanda de reserva bancaria y de efectivo. En segundo término, el impuesto a las transacciones financieras aplicable tanto a retiros como a traslados entre cuentas, inducía un incremento considerable de la demanda de dinero. En tercer lugar, el problema de la banca pública y la heterogeneidad de las entidades financieras producían un fraccionamiento del mercado interbancario, haciendo necesario conducir simultáneamente operaciones de contracción y de expansión para captar los excesos de liquidez de unas entidades y suministrar liquidez a las que presentarían faltantes.

Para facilitar el suministro de liquidez, y evitar una volatilidad excesiva de la tasa de interés interbancaria,

se optó por mantener los REPO de expansión a uno y 14 días, al tiempo que se restablecía las subastas de las OMA de contracción con plazo único de 14 días¹⁵, a pesar de que el programa monetario señalaba necesidades netas de contracción en los primeros 10 meses. Al mismo tiempo, y con el fin de simplificar las operaciones de expansión y contracción, se eliminaron las subastas de REPO a siete días y se suspendió temporalmente la compra definitiva de TES. Inicialmente, la Junta estableció una tasa de corte máxima para las subastas de contracción de 10,0%, dos puntos porcentuales más baja que la tasa mínima de expansión. De otra parte, la tasa de interés de ventanilla de contracción (6,0%) se mantuvo al mismo nivel que la de diciembre de 1999, y la tasa mínima de corte de las subastas de expansión y la de ventanilla se mantuvieron en 12,0% y 18,0%, respectivamente.

Durante el año 2000 la Junta Directiva decidió reducir la dispersión de la franja de intervención, para inducir una mayor estabilidad de la tasa interbancaria y hacer más directa la relación entre la política monetaria y las tasas de interés de intervención. Para ello, por una parte, aumentó la tasa de contracción por ventanilla de 6,0% a 8,5% y la tasa máxima de la subasta de contracción a 14 días de 10,0% a 11,0% y, por otra, redujo la tasa de la ventanilla de expansión de 18,0% a 16,0%. Se mantuvo en 12,0% la tasa mínima de las subastas de expansión, que es la básica a la cual se da liquidez al sistema financiero. Con ello, la dispersión entre la tasa máxima de expansión y la mínima de contracción se redujo de 12 a 7,5 puntos porcentuales. Es propósito de la Junta Directiva continuar reduciendo la amplitud de la franja de intervención, de tal forma que la política monetaria sea consistente con una baja volatilidad en la tasa de interés, permitiendo que los agregados monetarios sean determinados por las necesidades de liquidez del mercado. Se trata de un esquema compatible con el de inflación objetivo, que reconoce la inestabilidad de la demanda de dinero.

Las medidas para el suministro adecuado de liquidez fueron reforzadas a comienzos de marzo, con la com-

pra transitoria de títulos Fogafin-Banca Pública, por un valor de \$499 miles de millones (mm) de acuerdo con el programa definido entre el Banco de la República y Fogafin¹⁶. De esta forma, se buscó facilitar el proceso de desmonte de las operaciones del Banco Central Hipotecario (BCH), sin que ello afectara a quienes habían confiado sus ahorros a esta institución. Con la compra de estos títulos se sustituyó parcialmente la oferta de liquidez transitoria a los bancos públicos por una fuente de liquidez más permanente, reduciendo así las presiones sobre el mercado interbancario.

El sistema de subastas de expansión y contracción simultáneas operó de manera eficiente y la tasa interbancaria fluctuó alrededor de 9,6% muy cerca del límite máximo de la subasta de contracción (10,0%) (Gráfico 26).

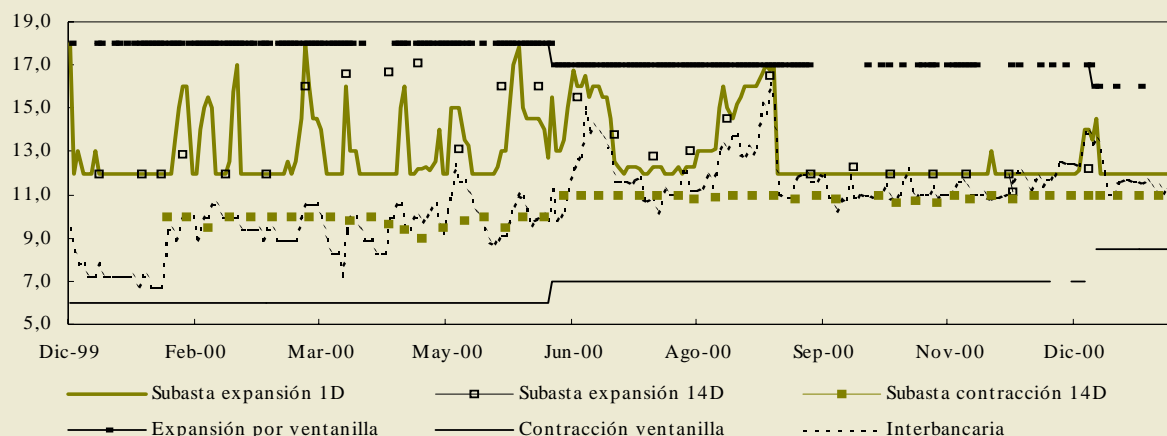
Hasta finales de mayo la demanda promedio de efectivo había superado la correspondiente demanda implícita en el corredor indicativo en aproximadamente \$350 mm (Cuadro 13). La Junta Directiva conceptuó que un evento de esta naturaleza no tenía consecuencias inflacionarias, por reflejar una reducción permanente de la velocidad de circulación del dinero.

A principios de julio, tanto la tasa interbancaria como la demanda de liquidez a través de la ventanilla de expansión, comenzaron a mostrar incrementos apreciables frente a los promedios del primer semestre (gráficos 26 y 27). La tasa interbancaria promedio del período julio-agosto se ubicó en 12,5 %, 2,9 puntos porcentuales superior a la del primer semestre, y 1,5

¹⁵ Las cuales existían únicamente para plazos de un día y habían sido suspendidas desde agosto 5 de 1999.

¹⁶ En el interior del Congreso existían ciertas dudas acerca de la legalidad de la operación de recompra de títulos al BCH adelantada por el Banco de la República. El pasado 1 de febrero de 2001, la Procuraduría General de la Nación emitió su concepto a favor del Banco de la República. La Procuraduría señala que la Ley 31 de 1992, (C. P. art. 371) "dejó en cabeza de la Junta Directiva del Banco de la República expedir los reglamentos para establecer el tamaño de la base monetaria y establecer las condiciones para expandir y contraer la oferta monetaria, es decir, se le otorgaron facultades para regular la política monetaria, cambiaria y crediticia". Del mismo modo manifiesta que la ley fue clara en otorgar plenas facultades a la Junta Directiva, sin crearle límites para el manejo de la moneda, salvo el de mantener su capacidad adquisitiva.

GRÁFICO 26
TASAS DE CORTE DE LAS SUBASTAS DE INTERVENCIÓN Y OPERACIONES POR VENTANILLA
 (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

CUADRO 13
PROMEDIO MENSUAL DEL CORREDOR INDICATIVO DE BASE MONETARIA Y SUS COMPONENTES - 2000
 (MILES DE MILLONES DE PESOS)

Mes	Base monetaria				Efectivo				Reserva			
	Punto medio corredor	Observada	Diferencia mes	Diferencia acumulada promedio	Punto medio corredor	Observada	Diferencia mes	Diferencia acumulada promedio	Punto medio corredor	Observada	Diferencia mes	Diferencia acumulada promedio
Ene.	7.584	7.893	309	309	4.831	5.083	252	252	2.753	2.810	58	58
Feb.	7.439	7.677	238	274	4.559	4.871	312	282	2.881	2.806	(75)	(9)
Mar.	7.432	7.556	124	224	4.555	4.890	335	300	2.877	2.666	(211)	(76)
Abr.	7.640	7.809	169	210	4.532	4.966	434	333	3.109	2.843	(265)	(123)
May.	7.530	7.856	326	233	4.664	5.080	416	350	2.866	2.776	(90)	(117)
Jun.	7.708	8.149	442	268	4.895	5.335	440	365	2.813	2.814	2	(97)
Jul.	7.784	8.396	612	317	4.989	5.518	529	388	2.795	2.878	83	(71)
Ago.	7.778	8.274	497	340	4.876	5.503	627	418	2.902	2.771	(130)	(79)
Sep.	7.756	8.243	487	356	4.800	5.476	675	447	2.956	2.767	(189)	(91)
Oct.	7.739	8.471	732	393	4.753	5.582	829	485	2.986	2.889	(97)	(91)
Nov.	7.998	8.548	549	408	4.885	5.762	877	521	3.113	2.786	(328)	(113)
Dic.	9.331	10.030	699	432	6.096	6.862	766	541	3.235	3.168	(67)	(109)
Promedio	7.810	8.242	432		4.870	5.411	541		2.940	2.831	(109)	

Fuente: Banco de la República.

puntos porcentuales por encima de la tasa máxima de la subasta de contracción (11,0%). Esta situación generó una amplia discusión técnica en el interior de la Junta Directiva acerca de la conveniencia o no de que la política monetaria validara dichos incrementos. Se concluyó que debería acomodarse el componente asociado al cambio de la demanda de efectivo y una fracción del componente de la demanda de reserva resultante del cambio en la estructura de los pasivos sujetos a encaje (PSE).

Se estimó que el aumento en la demanda de base monetaria compatible con la meta de inflación era del orden de \$430 mm, alrededor de 6,0% con respecto al centro del corredor estimado a comienzos de 2000. De estos, \$297 mm correspondían al efecto del impuesto a las transacciones financieras sobre la demanda de efectivo y \$133 mm al efecto de la recomposición de los PSE y diferencial de encajes.

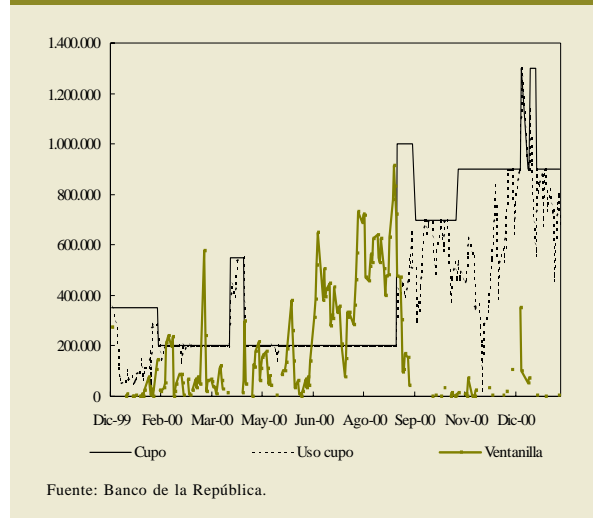
Frente a tales evidencias, la Junta Directiva reformuló la regla para el suministro de liquidez, adoptando una línea de referencia que era un 6,1% mayor que el punto medio del corredor indicativo de principios de año. Esta medida se tradujo en un incremento de los cupos de REPO a un día de \$200 mm diarios a \$1.000 mm (Gráfico 27). Como se observa en el Gráfico 26, esta decisión permitió que la tasa de inte-

rés interbancaria retornara a niveles cercanos al 11,0%. La presión de recursos por ventanilla prácticamente desapareció y el mercado de liquidez se normalizó a partir de ese momento.

Sobre esta base, hacia mediados de octubre, la Junta Directiva determinó explícitamente que en lo que restaba del año 2000, la línea de referencia de la base monetaria iba a ser aproximadamente superior en 7,0% al centro del corredor de base monetaria definido a finales de 1999, lo cual incluía adicionalmente un sobreencaje técnico de \$70 mm. En adelante, los cupos de las subastas para las operaciones de contracción y de expansión se continuaron ajustando de acuerdo con el nuevo programa monetario y las necesidades coyunturales de liquidez de fin de año.

El Cuadro 14 muestra los saldos mensuales promedio de las operaciones de contracción por ventanilla y subastas a 14 días. El comportamiento de las operaciones pasivas, analizadas en conjunto con las operaciones activas, evidencia el fenómeno de fraccionamiento del

GRÁFICO 27
CUPOS DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE EXPANSIÓN A 1 DÍA OPERACIONES DIARIAS EN 2000-2001
 (MILLONES DE PESOS)



CUADRO 14
OMA DE CONTRACCIÓN POR TIPO DE COLOCACIÓN
SALDO PROMEDIO MENSUAL SOBRE SALDOS DIARIOS
 (MILES DE MILLONES DE PESOS)

Fecha	Total	Ventanilla	Subasta 14 días
2000			
Ene.	616	616	0
Feb.	1.119	307	812
Mar.	983	236	747
Abr.	1.020	295	725
May.	907	220	686
Jun.	600	184	415
Jul.	630	131	499
Ago.	756	119	637
Sep.	777	119	658
Oct.	882	192	689
Nov.	871	171	700
Dic.	528	95	433
Promedio 2000	807	224	584
2001			
Ene.	94	73	21

Fuente: Banco de la República, con base en información de la Subgerencia Monetaria y de Reservas.

mercado interbancario. En efecto, mientras en el mercado se presentaba un incremento en la demanda de liquidez, que por momentos presionó al alza la tasa de interés interbancaria, algunas entidades financieras utilizaban diariamente los cupos e incluso la ventanilla de contracción para depositar sus excesos de liquidez. Este comportamiento permite entender los enormes retos que ha enfrentado la autoridad monetaria para actuar y tomar decisiones en un mercado financiero tan complejo y en pleno proceso de saneamiento.

En cuanto a otras operaciones monetarias, la Junta Directiva decidió el 13 de octubre de 2000, que la tasa de interés aplicable a los apoyos de liquidez fuera equivalente a la tasa de expansión por ventanilla más uno por ciento. Esto reemplazó al sistema anterior referido a DTF + 5,0%. El costo del redescuento para los préstamos respaldados por cartera hipotecaria se mantuvo en la unidad de valor real (UVR) más 8,5%. De otra parte, a partir de la segunda quincena de noviembre, se estableció un límite a los intermediarios financieros para el acceso a operaciones REPO y/o apoyos de liquidez, por un monto equivalente al 15,0% de sus depósitos. Cuando se exceda dicho límite, la entidad deberá utilizar exclusivamente los apoyos transitorios de liquidez, previa autorización del Banco de la República. Estas medidas han buscado propiciar un mejor funcionamiento del mercado interbancario y procurar que la estructura de las tasas de interés del Emisor responda de manera más apropiada a la demanda de liquidez de dicho mercado.

3. Agregados monetarios

El objetivo de la política monetaria de permitir un suministro adecuado de liquidez a la economía, y las decisiones en materia de cupos y tasas de intervención, tuvo su reflejo en el comportamiento de los agregados monetarios como se describe a continuación.

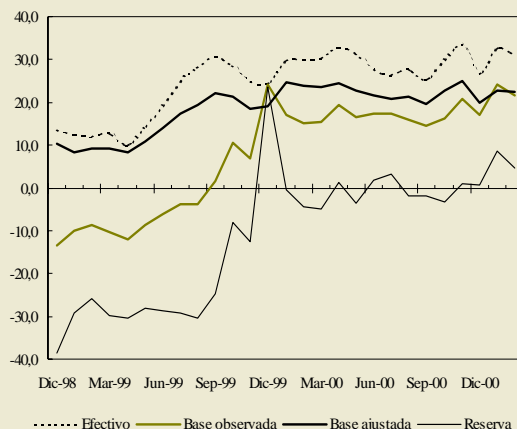
a. Base monetaria

Durante los dos primeros meses de 2000 el sistema financiero normalizó su demanda de reserva, la cual se había elevado considerablemente al cierre de 1999, a causa de las expectativas generadas por el cambio de milenio. En consecuencia, la tasa de crecimiento

anual promedio de la base monetaria se redujo significativamente durante este período para estabilizarse en los meses siguientes alrededor del 15,0% y evolucionar de acuerdo con la dinámica del efectivo y de los componentes de los PSE. El efectivo mantuvo tasas anuales de crecimiento por encima del 30,0% durante gran parte del primer semestre para desacelerarse y oscilar alrededor del 25,0% durante el segundo semestre de 2000. Por su parte, el crecimiento de la demanda de reserva osciló alrededor de 0,0% acorde con la evolución de los PSE y los cambios en su composición (Gráfico 28).

El Gráfico 28 muestra el ritmo de crecimiento del saldo promedio de la *base ajustada*, en la cual la demanda de reservas para todo el período se calcula utilizando la estructura del encaje existente al final de 2000. Con esto se evitan perturbaciones sobre la base motivadas por cambios en la política de encajes. Como puede observarse, durante el año 2000 el ritmo de crecimiento anual de la base ajustada estuvo persistentemente por encima del de la base observada en 5,4 puntos porcentuales en promedio. Esto refleja el hecho de que el nivel de encajes en la actualidad es inferior a la estructura de encajes que se aplicó a lo largo de 1999. De hecho, en diciembre de 1999 se bajó transitoriamente el encaje promedio y se extendió el período de referencia para el cumpli-

GRÁFICO 28
BASE MONETARIA Y SUS USOS
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL
DEL SALDO PROMEDIO MENSUAL
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

miento del requisito de encaje de dos a tres semanas. Posteriormente, a finales de 2000 se eliminó el encaje sobre los REPO colocados por la Tesorería General de la Nación al sistema financiero. De esta manera, la política de encajes también ha contribuido a flexibilizar las condiciones de liquidez del sistema financiero.

En el Cuadro 15 se detalla la oferta mensual y total anual de la base monetaria por sus principales fuentes de origen en 2000, clasificadas entre transitorias y permanentes. Se observa que en todo el año la base monetaria aumentó \$971 mm y que sus principales fuentes de expansión fueron de origen permanente como la compra de divisas (\$675 mm), el traslado de utilidades al gobierno (\$516 mm) y la compra definitiva de títulos emitidos por Fogafin (\$447 mm). Por su

parte, las operaciones REPO con el sistema financiero arrojaron una contracción transitoria neta de \$155 mm.

Al finalizar enero de 2001, la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la base monetaria registraba un crecimiento de 24,1%, 6,9 puntos porcentuales mayor que el crecimiento presentado en el mes de diciembre. Esto se explica por la aceleración de la tasa de crecimiento de la reserva y del efectivo, que pasan de crecer 0,7% y 26,7% en diciembre, a 8,6% y 32,6% en enero, respectivamente (Gráfico 28).

b. Medios de pago M1

La tasa de crecimiento anual promedio de M1 durante 2000 rápidamente pasó de 12,5% en diciembre de 1999 a 27,3% en enero de 2000, y continuó subiendo persistentemente hasta un tope de 40,8% en no-

CUADRO 15
FUENTES DE LA BASE MONETARIA AÑO 2000 (PR)
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Transitorias			Permanentes					Total fuentes	
	REPOS netos 1/	Tesorería 2/	REPOS a 4 meses 3/	Títulos Fogafin 3/	TES 4/	Cupos Liquid. 5/	Divisas 6/	Traslado de utilid. 7/		
Ene.	(2.064)	174			(34)	(206)		33	(2.096)	
Feb.	186	(12)			(46)	(204)	23	42	(11)	
Mar.	(697)	(613)	(300)	499	(54)	(2)	145	516	(500)	
Abr.	81	518	(300)		(100)	76		29	304	
May.	571	(179)			(134)	93		97	448	
Jun.	520	2			(100)	20		42	485	
Jul.	(15)	(89)			(61)	(77)	33	100	(109)	
Ago.	(182)	(9)			(55)	(68)		15	(299)	
Sep.	(323)	51			111	7	38	29	(88)	
Oct.	153	(386)			60	(5)	221	(19)	24	
Nov.	13	496		(52)	212	(7)	215	49	927	
Dic.	1.601	(37)			294	(9)		37	1.886	
Total	(155)	(84)	(600)	447	93	(383)	675	516	462	971

(pr) Datos preliminares.

1/ Acuerdos de recompra del Banco de la República con el sistema financiero.

2/ Movimiento de las disponibilidades de la Tesorería General de la Nación en el Banco de la República.

3/ Compra definitiva de títulos emitidos por Fogafin.

4/ Compra definitiva de TES B en el mercado secundario.

5/ Utilización de cupos de liquidez del Banco de la República.

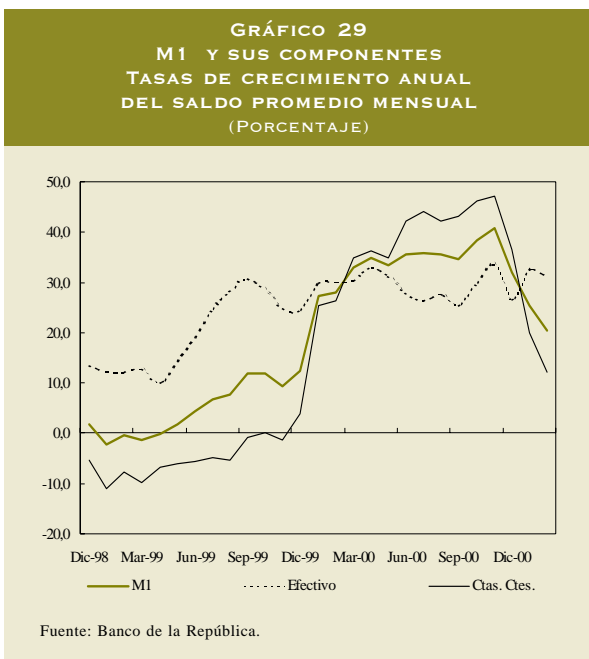
6/ Compra y venta de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco de la República.

7/ Incluye principalmente operaciones de expansión netas del P y G del Banco de la República por \$77 mm, compra de dólares a entidades multilaterales por \$200 mm y la inversión real del BR.

Fuente: Banco de la República.

viembre, para finalmente cerrar en diciembre en 32,0%. Por componentes del M1, esta significativa alza fue explicada principalmente por el fuerte incremento en el ritmo de crecimiento anual que registraron las cuentas corrientes, las cuales pasaron de 3,9% en diciembre de 1999 a 36,5% en diciembre de 2000, con una tasa máxima en noviembre de 47,1% (Gráfico 29). Lo anterior ilustra el impacto sobre la demanda de cuentas corrientes de la aplicación del impuesto a las transacciones financieras a traslados entre cuentas de un mismo titular. Esta reacción transformó la estructura de la demanda de activos financieros líquidos, atenuando el proceso multiplicador del sistema financiero, como se discutirá más adelante.

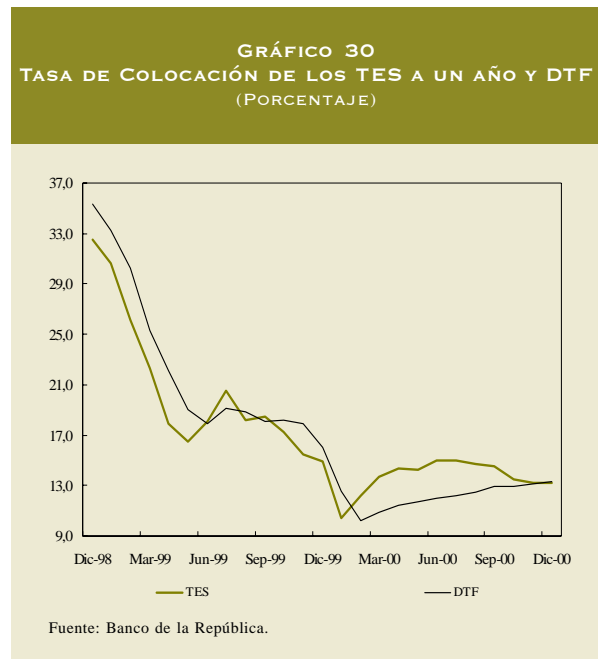
La eliminación del impuesto a las transacciones financieras a los traslados entre cuentas aprobada en la reforma tributaria de diciembre de 2000, ha comenzado a cambiar la tendencia de crecimiento de las cuentas corrientes. A febrero 23 de 2001, el saldo de M1 fue de \$13.713 mm, con una variación anual de 18,7%, inferior a la de 36,5% observada al final del año 2000. Igualmente, la tasa de crecimiento anual de su saldo promedio en febrero fue de 20,4%, menor que la de 32,0% registrada en diciembre de 2000. Sin embargo, como ya se comentó, el descenso en el ritmo de crecimiento de M1 ha sido atenuado por el mayor ritmo de crecimiento del efectivo.



c. Agregado monetario ampliado (M3)¹⁷

La tasa anual promedio de crecimiento de M3 mostró una tendencia decreciente hasta mayo de 2000 cuando llegó a un mínimo de 2,1%. Desde ese mes su tasa de crecimiento osciló alrededor de 3,0% anual y cerró en 3,0% en diciembre. El bajo ritmo de crecimiento de M3 obedece en parte a una reducción de su demanda, tanto por el efecto rezagado de la caída de 4,3% de la actividad económica en 1999, como por la reducción de la tasa de interés propia de este agregado -medida a través del DTF- frente a las tasas de interés de los activos financieros sustitutos como los títulos de deuda pública (TES) y los activos externos.

Como se ve en el Gráfico 30, las tasas de interés de los TES superaron la DTF durante el año 2000. Estas tasas no son estrictamente comparables debido a que difieren en plazo, pues la DTF se refiere a depósitos a tres meses y la de los TES a depósitos a un año. A pesar de esto, la mayor tasa de los TES, junto a consideraciones de riesgo, produjo un cambio sustancial en la estructura del portafolio financiero hacia



¹⁷ A partir del cuarto trimestre, los bonos del sistema financiero se incluyen en el grupo de pasivos sujetos a encaje (PSE), por lo tanto, el agregado que en informes anteriores se denominaba M3 más bonos, a partir de este Informe, se denomina M3.

títulos de deuda pública. En consecuencia, tanto por seguridad como por rentabilidad, el sistema financiero consideró más atractivo mantener TES en el activo de sus balances a cambio de suministro de crédito nuevo al sector privado. En efecto, como puede observarse en el Cuadro 16, el saldo total de crédito del sistema financiero a la economía se redujo 8,5% en 2000, mientras que el saldo de TES en su poder se incrementó en 135,9% (Cuadro 17). Lo anterior se refleja en un cambio en la estructura del portafolio del sistema financiero, en donde los títulos de deuda pública pasaron de representar 13,0% en 1998 a 24,0% en el año 2000, mientras que en el mismo período el peso de la cartera se redujo de 73,0% a 60,0% (Gráfico 31).

De manera similar, el sector privado también estimó más rentable mantener títulos públicos en su portafolio que PSE en el sistema financiero (Cuadro 17). Adicionalmente, se estima en la balanza de pagos que el saldo de la inversión de cartera en el exterior del sector privado no financiero se incrementó cerca de US\$1,000 m en el año 2000. Es decir, algo más de \$2 billones se dejaron de registrar como portafolio interno del país, reforzando el estancamiento del agregado M3.

El comportamiento del M3 recoge importantes variaciones en sus principales componentes. La inusual expansión en la demanda de cuentas corrientes estuvo acompañada por una pronunciada reducción en el

CUADRO 16
CRÉDITO TOTAL Y PORTAFOLIO FINANCIERO
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Saldo a Dic. 30 de 2000	Variación anual	
		Absoluta	Porcentual
I. Crédito total	46.071	(4.306)	(8,5)
1. Bancos comerciales	23.013	933	4,2
2. Bancos hipotecarios	16.217	(5.003)	(23,6)
3. Corfinancieras	5.438	(83)	(1,5)
4. Compañías de financiamiento comercial	1.403	(153)	(9,9)
II. Portafolio financiero total	90.953	9.996	12,3
A. Sector financiero	62.302	1.446	2,4
1. Medios de pago ampliados - M3 1/	61.762	1.614	2,7
Medios de pago - M1	16.769	3.912	30,4
Cuasidineros	39.486	(1.530)	(3,7)
Otros pasivos sujetos a encaje	3.275	9	0,3
Bonos	2.232	(777)	(25,8)
2. Aceptaciones bancarias en circulación	55	(9)	(14,7)
3. Certific. eléctricos valorizables	55	(334)	(86,0)
4. Títulos de ahorro FEN	430	175	68,5
5. Otros activos financieros	1	0	0,0
B. Sector público 2/	28.651	8.550	42,5
1. TES	19.457	2.720	16,2
2. TES B denominados en M/E	1.913	350	22,4
3. TES B UVR	5.401	3.601	200,0
4. TES Ley 546 de 1999	1.879	1.879	---

1/ A partir de la semana del 24 de noviembre de 2000, los bonos del sistema financiero se incluyen dentro del grupo de pasivos sujetos a encaje. Por lo tanto, el agregado que hasta la fecha se llamó M3 + Bonos, en adelante se denominará M3. Por tal razón se cambia la estructura de este cuadro.

2/ Valorados a precios de mercado.

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 17
SALDO DE TES POR TENEDOR 1/
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Saldos a diciembre			Tasa de crecimiento	
	1998	1999	2000	1999	2000
Total	13.856	20.100	28.651	45,1	42,5
Sector privado no financiero	2.331	3.931	8.891	68,6	126,2
Sistema financiero	1.150	2.169	5.115	88,5	135,9
Sector público	9.933	12.327	12.530	24,1	1,6
Banco de la República	441	1.674	2.114	279,6	26,3

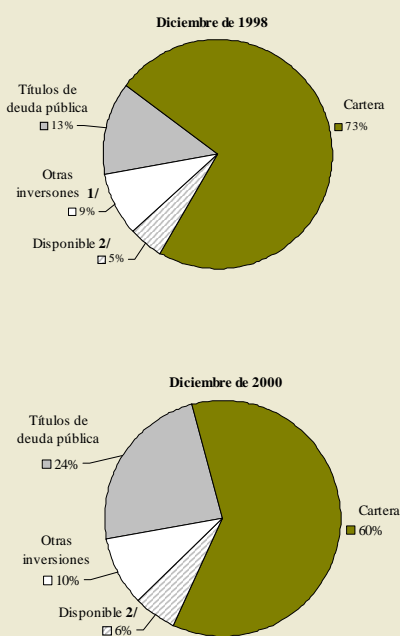
1/ Valores a precio de mercado.

Fuente: Banco de la República, Depósito Central de Valores (DCV) y SGEE.

ritmo de crecimiento de la demanda de cuentas de ahorro, cuyo rendimiento se redujo tanto por la caída de la tasa DTF como por la aplicación del impuesto de dos por mil al traslado entre cuentas. Puesto que el encaje sobre las cuentas corrientes es superior al de las cuentas de ahorro, la mayor demanda de depósitos en cuenta corriente contribuyó a disminuir del multiplicador ampliado, y con ello acentuó el estancamiento del agregado M3.

Desde una perspectiva diferente, el bajo crecimiento del agregado M3 durante el año 2000 fue en parte, determinado por las dificultades de los intermediarios financieros para canalizar crédito a la economía, ante la percepción de un elevado riesgo crediticio, la debilidad patrimonial de algunos intermediarios financieros y la pérdida de valor de las garantías reales. El fenómeno de ruptura de canal de crédito fue discutido con amplitud en los informes al Congreso de julio de 1999 y marzo de 2000. Tanto en esa oportunidad como ahora, sigue siendo válido el diagnóstico referente a que ese comportamiento no obedece a restricciones de carácter monetario. El suministro amplio de liquidez y la estabilidad de la tasa de interés interbancaria durante el año 2000 así lo demuestran. Lo novedoso de la situación actual es que, tal como se examina en la sección dedicada al sector financiero, los factores ajenos a la política monetaria que han venido impidiendo el buen funcionamiento del canal de crédito han comenzado a ceder. Como allí se detalla, durante 2000 mejoraron significativamente los

GRÁFICO 31
ESTRUCTURA DEL PORTAFOLIO
DEL SISTEMA FINANCIERO



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

indicadores de calidad de cartera y de solvencia del sistema financiero. Lo anterior, unido a la recuperación de la actividad económica ha comenzado a remover los obstáculos para canalizar crédito a la economía, lo cual empieza a manifestarse en un

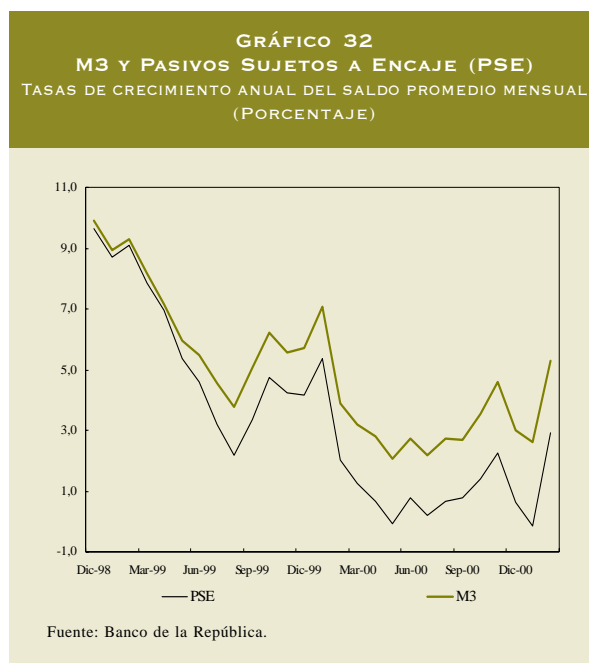
repunte del crédito ordinario y de consumo (véase Gráfico 46). La consolidación de esta sana tendencia requiere continuar con la reestructuración del sector financiero y muy especialmente con la profundización del ajuste fiscal. Es claro que en la medida en que el gobierno disminuya sus necesidades de financiamiento interno, mediante la reducción del déficit y la obtención de un financiamiento externo adecuado, la adquisición de títulos de deuda pública que actualmente absorbe una parte importante del portafolio del sector financiero y del sector privado dejará de ser una alternativa tan atractiva y accesible, al reducirse su rentabilidad y los montos de su emisión. Esto estimulará una mayor canalización de recursos financieros hacia el crédito, como también una mayor demanda del público de PSE que constituyen la fuente de recursos que generan crédito.

En síntesis, el lento crecimiento del agregado M3 ha obedecido a un conjunto de factores, algunos de los cuales han empezado a superarse, tales como la resistencia de los intermediarios financieros a canalizar crédito de la economía y la recomposición de los PSE hacia cuentas corrientes. Otros, en cambio, han continuado acentuándose, como el incremento en la demanda de efectivo inducida por el mayor impuesto a las transacciones financieras.

En estas circunstancias es de esperar que la corrección de las tendencias de M3 tome algún tiempo en producirse. Las cifras más recientes, sin embargo, ya comienzan a sugerir un cambio de tendencia. A 23 de febrero el saldo de M3 se situó en \$62.262 mm con una tasa de crecimiento anual de 7,1% frente a 2,7% alcanzado a finales de 2000. Igualmente, la tasa de crecimiento anual de su saldo promedio en febrero (5,3%) es mayor que la de diciembre (3,0%) (Gráfico 32). Este incremento obedece al mayor ritmo de crecimiento de los PSE, los cuales pasaron de 0,6% en diciembre a 2,9% en febrero. La tendencia ascendente de los PSE se explica principalmente por las tasas de crecimiento positivas para los CDT (5,1%) y las cuentas de ahorro (0,4%), las cuales en el año 2000 registraron una contracción importante (Gráfico 33).

d. Multiplicador monetario

Desde marzo de 2000 el multiplicador de la base monetaria con respecto a M3 comenzó a mostrar una



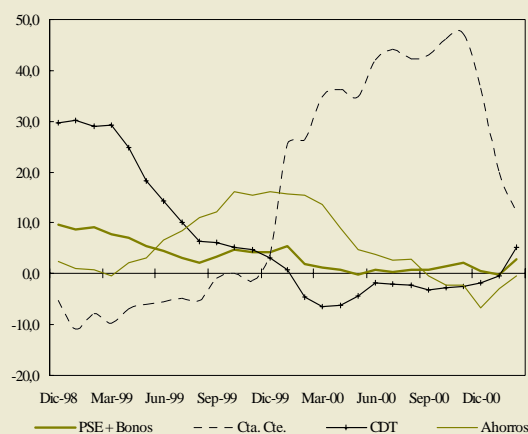
tendencia descendente, como resultado del incremento de los coeficientes de efectivo y de reserva bancaria (Gráfico 34). La mayor preferencia del público por efectivo frente a los PSE elevó el coeficiente de efectivo de 0,100 en diciembre de 1999 a 0,126 en igual mes de 2000. Por su parte, el coeficiente de reserva que en marzo había descendido a 0,050, comenzó a incrementarse paulatinamente hasta llegar a final de año a 0,058, nivel similar al que tuvo en diciembre de 1999. Este persistente ascenso se explica, principalmente, por el cambio en la estructura de los PSE de cuentas de ahorro hacia cuentas corrientes y por la tendencia a mantener un mayor exceso de reservas por parte de los intermediarios financieros.

Entre diciembre de 2000 y febrero de 2001 el multiplicador monetario promedio de M3 se recuperó de 6,121 a 6,652. Este comportamiento responde a los menores coeficientes de efectivo y reserva, los cuales pasaron de 0,126 y 0,058 a 0,115 y 0,053, respectivamente.

4. Tasas de interés y márgenes de intermediación

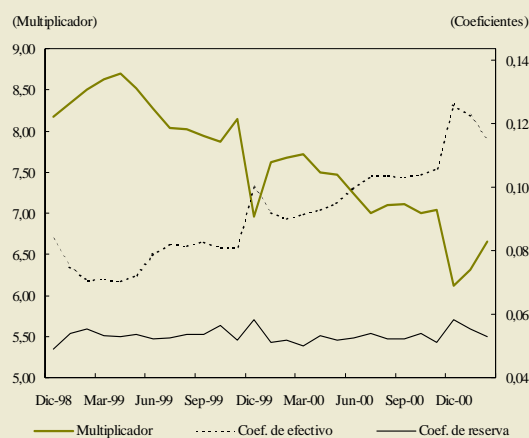
Según la información que suministra la Superintendencia Bancaria, en febrero de 2000 las tasas nominales de interés de colocación y captación se

GRÁFICO 33
PSE Y SUS COMPONENTES
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL
DEL SALDO PROMEDIO MENSUAL
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 34
MULTIPLICADOR DE M3



Fuente: Banco de la República.

ubicaron en el nivel más bajo de toda la década del noventa al llegar a 10,2% y 23,6%, respectivamente. Posteriormente, comenzaron a mostrar una tendencia al alza hasta llegar en diciembre de 2000 a 13,3% y 29,4%, en su orden. Las tasas de interés reales muestran un comportamiento similar. No obstante, por efecto de la reducción del ritmo de inflación a partir de abril de 2000, su tendencia de crecimiento ha sido más acentuada que en el caso de las tasas nominales. Así, la tasa de captación real descendió a

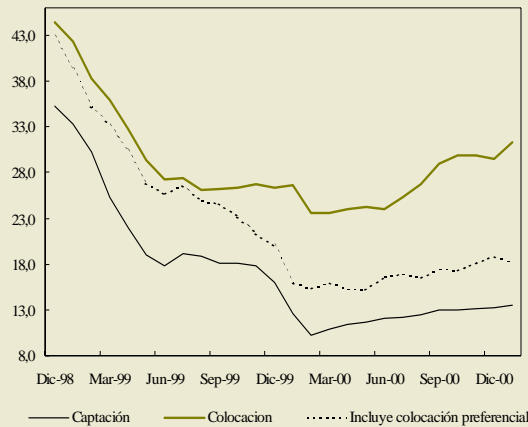
un nivel de 1,2% en febrero de 2000, y a final de año alcanzó un nivel de 4,2%, todavía el nivel más bajo para un diciembre desde 1994, cuando la tasa de interés había bajado dramáticamente debido a la masiva entrada de capitales. Por su parte, la tasa real de colocación descendió a 12,6% en marzo y al final de 2000 llegó a un nivel de 19,0% (gráficos 35 y 36).

La información de la Superintendencia Bancaria requiere ser examinada con mayor detalle para comprender el significado de la tasa de interés de colocación y las razones que explican su reciente tendencia al alza. La Superintendencia Bancaria calcula la tasa de colocación a partir de un reporte semanal suministrado por el sistema financiero que relaciona la tasa efectiva de interés y el monto de los desembolsos de crédito para los distintos plazos de colocación. Los tipos de crédito incluidos en dicho reporte son: de consumo, ordinario, de tesorería y preferencial o corporativo. Sin embargo, para el cálculo de la tasa de colocación, la Superintendencia Bancaria excluye la mayor parte de aquellos créditos que se conceden a las tasas más bajas, que corresponden a los créditos preferenciales y de tesorería como lo muestra el Gráfico 37. En consecuencia, su exclusión del cálculo implica una tasa de colocación relativamente mayor.

Al incluir los créditos preferenciales y de tesorería se obtiene una medida alternativa de la tasa de colocación significativamente inferior a la calculada por la Superintendencia Bancaria. En efecto, como puede apreciarse en el Gráfico 35, la tasa de colocación nominal incluyendo los cuatro tipos de créditos apenas superaba el 18,0%, equivalente a una tasa real de 9,3% a final del año 2000¹⁸ frente a una tasa de 29,4% (19,0% real) calculada por la Superintendencia Bancaria para esa misma fecha. Ello significa que en el mercado de crédito se presenta una importante segmentación de las tasas de interés de acuerdo con el tipo de riesgo que enfrenta el intermediario. Así, los créditos ordinarios y de consumo tienen una prima de riesgo superior a los de tesorería y preferencial.

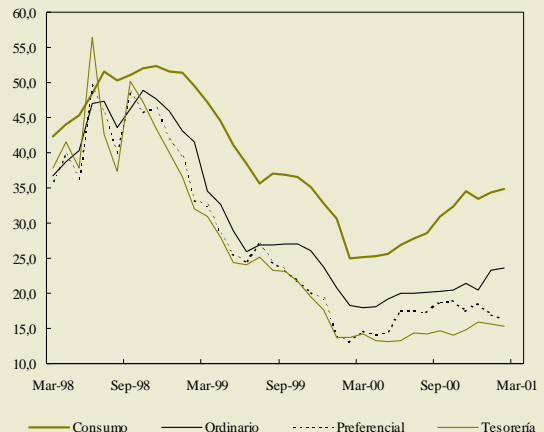
¹⁸ Calculado a partir de información diaria. Si adicionalmente, se incluye tarjetas de crédito, la tasa nominal sería 19,8%, equivalente a una tasa real de 10,2%.

GRÁFICO 35
TASA DE INTERÉS NOMINAL
DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN
(PORCENTAJE)



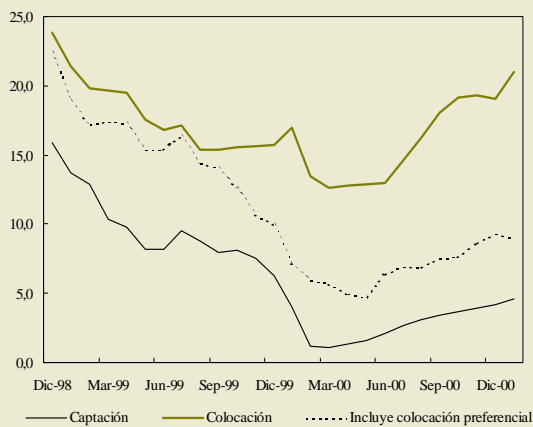
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 37
TASAS DE INTERÉS NOMINALES ACTIVAS
POR TIPO DE CRÉDITO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 36
TASA DE INTERÉS REAL
DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

de interés de colocación y las de captación calculadas por la Superintendencia Bancaria, se obtiene un margen de intermediación *ex-ante*, ya que se trata de un margen calculado a partir del supuesto que todos los desembolsos de crédito del período van a ser productivos. Sin embargo, en la práctica, los intermediarios tienen un saldo de cartera improductiva que puede hacer disminuir los ingresos financieros que se esperaban *ex-ante*. Esta distorsión se corrige con el margen de intermediación *ex-post*, que consiste en tomar la diferencia entre la tasa de rendimiento promedio de las colocaciones de crédito y el costo promedio de los depósitos y exigibilidades¹⁹. El margen *ex-post* es el que efectivamente recibe el intermediario por su actividad crediticia. En este sentido ofrece una mejor medida del verdadero margen de intermediación que el margen *ex-ante*, ya que este último no tiene en cuenta la calidad de los activos e

Si lo que se trata es de evaluar el costo promedio del crédito en la economía, el cálculo de la tasa de colocación que incluye estos dos últimos tipos de crédito ofrece una medida más general.

Otro aspecto que requiere examinarse es el relacionado con el comportamiento del *margen de intermediación*. Existen dos maneras de calcular el margen de intermediación bancario: una *ex-ante* y otra *ex-post*. Cuando se toma la diferencia entre las tasas

¹⁹ La tasa de rendimiento promedio de las colocaciones de crédito se calcula como la relación entre los *ingresos financieros recibidos en los últimos 12 meses por concepto de intereses y descuentos por cartera de créditos* (incluida la corrección monetaria) y *el saldo de la cartera bruta de créditos*. El costo promedio de los depósitos y exigibilidades se calcula como la relación entre los *egresos financieros pagados en los últimos 12 meses por depósitos y exigibilidades* (incluida la corrección monetaria) y el saldo de los depósitos en *cuenta corriente, depósitos simples, CDT, CDAT, depósitos de ahorro y certificados de ahorro*.

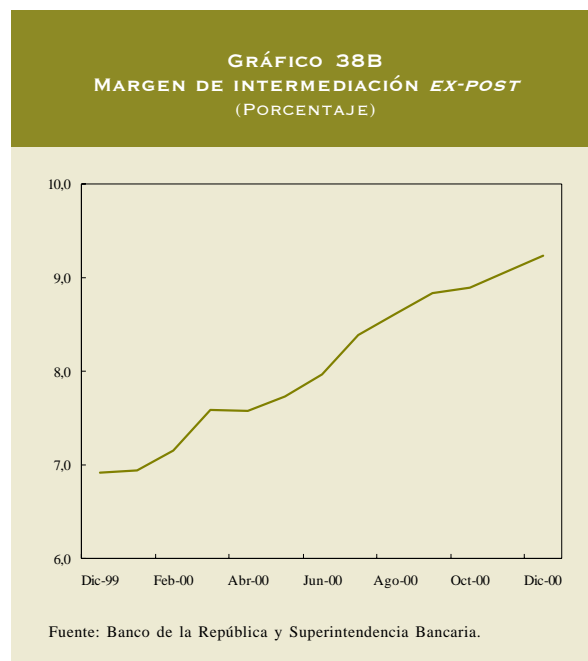
involucra una prima de riesgo crediticio, por lo cual tiende siempre a ser mayor que el margen *ex-post*.

El margen de intermediación *ex-ante* presentó un crecimiento importante en el año 2000 al pasar de un nivel de 10,4% a finales de 1999 a uno de 16,2% al concluir el año 2000 (Gráfico 38A). Se aprecia, además, un marcado repunte desde junio de 2000, lo cual refleja el cambio progresivo en la composición del crédito total hacia crédito ordinario y de consumo, sobre los cuales el intermediario percibe mayor riesgo que en los de preferencial y tesorería. En contraste, el margen de intermediación *ex-post* presentó una tendencia mucho más moderada al pasar de un nivel de 7,0% en diciembre de 1999 a 9,1% en diciembre de 2000 y a diferencia del margen *ex-ante*, su nivel permaneció muy estable desde mediados de año (Gráfico 38B).

5. Provisión de liquidez de fin de año

Para atender las necesidades permanentes de liquidez de final del año 2000, desde la primera semana de septiembre la Junta Directiva restableció las compras definitivas de TES hasta por \$1.300 mm y la eliminación del encaje sobre las operaciones REPO con la Tesorería General de la Nación, con un efecto monetario expansionista de \$50 mm. Para las compras definitivas de TES el Banco de la República introdujo un mecanismo novedoso de compras a futuro (\$400 mm) que acompañaron las tradicionales compras de contado por subasta (\$900 mm). La introducción de las compras a futuro de TES buscan ofrecer mayor grado de certidumbre a los agentes económicos sobre la liquidez disponible a final del año, con el objeto de facilitar la estabilidad de las tasas de interés. Adicionalmente, con esto se contribuye al desarrollo del mercado de derivados, brindando un incentivo al resto de agentes al permitir generar tasas de referencia para el mercado.

Las operaciones anteriores se complementaron con los mecanismos transitorios ya existentes de suministro de liquidez. Al respecto, se programaron subastas acordadas con el programa monetario derivado de la línea de referencia que permitieron cerrar el año con un mercado interbancario en relativa calma.



6. Línea de referencia para 2001

La Junta Directiva aprobó el 3 de noviembre de 2000 una línea de referencia de la base monetaria para 2001, coherente con la meta de inflación, la proyección del crecimiento económico y la velocidad de circulación prevista. En el momento de su diseño no se conocían las modificaciones que la Reforma Tributaria más tarde introduciría sobre el impuesto a las transacciones financieras en cuanto a su tasa y reglamentación.

Para la construcción de la línea de referencia se partió del supuesto que el efectivo en poder del público y el agregado monetario ampliado M3 tendrían en 2001 un crecimiento promedio similar al del PIB nominal, y que sus velocidades de circulación promedio serían las mismas del año 2000. Adicionalmente, se supuso que la base monetaria y el efectivo en lo que restaba de 2000 seguirían una trayectoria similar a la línea de referencia anunciada en octubre²⁰. De esta manera, el crecimiento anual promedio del efectivo implícito en la línea de referencia para 2001 es de 13,0% y de 7,2% para fin de año. Las tasas de crecimiento promedio anual del efectivo para cada uno de los cuatro trimestres de 2001 quedaron en 17,1%, 14,0%, 11,2% y 10,0%, en su orden.

Respecto a M3, se supuso que terminaría el año 2000 con una tasa de crecimiento anual de 4,3%, registrando un crecimiento promedio anual de 3,3%. Con ello, el crecimiento anual promedio de M3 sería de 13,2% en 2001, y a fin de año crecería en 19,2%. Sus tasas promedio de crecimiento anuales en cada trimestre de 2001 siguen una senda creciente de 7,0%, 11,8%, 15,6% y 18,2%, respectivamente, reflejando así la recuperación que se espera en el comportamiento de este agregado.

A partir de las trayectorias semanales de efectivo y M3 se dedujo la senda de los PSE²¹. Con base en este resultado, se calculó la trayectoria de la base monetaria. Para ello se supuso que la composición de los PSE seguiría el patrón observado en 2000. Aplicando los coeficientes de encaje requerido a cada PSE, se obtuvo una estimación de la demanda de reserva bancaria. A estos cálculos de la reserva requerida, se sumó el efectivo estimado para la semana corres-

pondiente, resultando la estimación de la línea de referencia de la base monetaria.

La tasa de crecimiento promedio y fin de la línea de referencia de la base monetaria para 2001, según lo aprobado en noviembre es de 13,0% y de 11,4%, respectivamente. Su senda trimestral de crecimiento anual a lo largo de 2001 quedó establecida en 16,9%, 12,8%, 11,9% y 10,9%, respectivamente. Esta trayectoria refleja una reducción gradual de la tasa de crecimiento, partiendo de un crecimiento promedio en el primer trimestre de 2001 muy cercano al del cuarto trimestre de 2000.

Con la evidencia disponible hasta marzo de 2001 se conoce que algunos de los supuestos sobre los cuales se diseñó la línea de referencia para el presente año no se están validando. Sin duda, los cambios del impuesto a las transacciones financieras al incrementarse la tarifa al tres por mil y eliminarse el gravamen sobre movimientos entre cuentas de un mismo agente tiene repercusiones sobre la demanda de los diferentes depósitos y efectivo. De hecho, en lo corrido de 2001 la demanda de efectivo ha sido superior a la implícita en la línea de referencia y la estructura de los PSE nuevamente se está modificando a favor de las cuentas de ahorro, lo cual ha alterado el comportamiento de la demanda de base monetaria frente a lo previsto. Por esta razón, después de analizar estos factores, la Junta Directiva ha venido informando mensualmente al público las razones por las cuales las desviaciones en la base observada con relación a la proyectada no comprometen el logro de la meta de inflación. Como quedó establecido en la estrategia monetaria, la Junta hará las correcciones a la línea de referencia que considere convenientes para asegurar el buen funcionamiento del mercado y evitar presiones sobre las tasas de interés, las cuales serán reportadas en el Informe al Congreso del mes de julio.

²⁰ Como consecuencia de la eliminación del encaje sobre las operaciones REPO que realicen los establecimientos de crédito con la Dirección Nacional del Tesoro, los valores de referencia de la base monetaria para diciembre de 2000 fueron ajustados.

²¹ Los pasivos sujetos a encaje se definen como la suma de los depósitos en cuenta corriente, los cuasidineros, los depósitos fiduciarios de los bancos comerciales y los depósitos a la vista. Por su parte, los cuasidineros corresponden a la suma de los depósitos de ahorro bancarios, los certificados a término (CDT) en el sistema financiero y los depósitos ordinarios de las CAV.

B. SITUACIÓN FINANCIERA

Los principales indicadores del sistema financiero colombiano revelan una clara mejoría en el sector du-

rante el año 2000 hasta el punto que algunos de ellos, como la relación de solvencia, alcanzaron los niveles en que se encontraban antes de la crisis. Otros indicadores como los de rentabilidad y porcentaje de activos improductivos, muestran que se interrumpió la tendencia de deterioro que se observó hasta finales de 1999.

1. Indicadores del sistema financiero

a. Recuperación de la solvencia del sistema financiero

Durante el año 2000, los indicadores de solvencia del sistema financiero en su conjunto mejoraron considerablemente. La relación de *solvencia*²² del sistema antes de la crisis se situaba en el 13,2%, en lo profundo de la misma bajó al 10,6%, y para finales del 2000 se recuperó al 13,8% (Gráficos 39A y 39B). La mejoría en la solidez del sistema, medida a través de este indicador, se debe en gran parte a los esfuerzos de saneamiento de los balances de la banca pública y del sistema financiero privado, tal como se explica en el numeral 2 de esta sección. Tanto el sector bancario como las entidades especializadas en crédito hipotecario alcanzaron niveles de solvencia similares o superiores a los que tenían durante el auge del sistema financiero en la década de los años noventa. Al respecto, se puede decir que en el año 2000 se logró cumplir una de las condiciones necesarias para la superación de la crisis financiera.

b. Reducción de las pérdidas y mejoramiento de la calidad de los activos

Después de dos años consecutivos de deterioro en los indicadores de rentabilidad del sistema financiero, en el año 2000 se logró cambiar dicha tendencia. A pesar de que los indicadores de rentabilidad son aún negativos, para el conjunto del sistema se presentó una mejoría con respecto a 1999 (Gráfico 40A). Sobresale la recuperación del indicador de rentabilidad de los activos de entidades especializadas en cartera hipotecaria, el cual dejó de ser negativo, al ubicarse en 0,2% (Gráfico 40B). Este

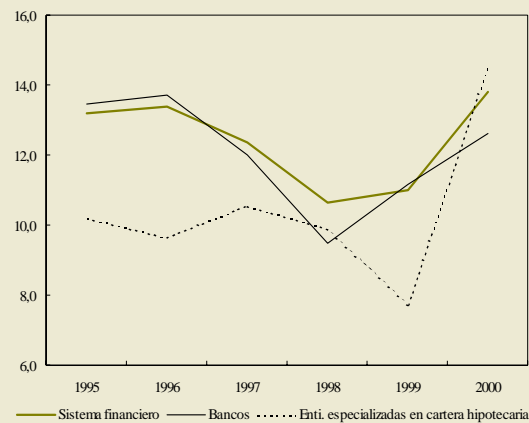
²² La relación de solvencia se define como la proporción entre el patrimonio técnico y los activos ponderados por riesgo.

GRÁFICO 39A
RELACIÓN DE SOLVENCIA, 1995-2000
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 39B
RELACIÓN DE SOLVENCIA, 1995-2000
(PORCENTAJE)

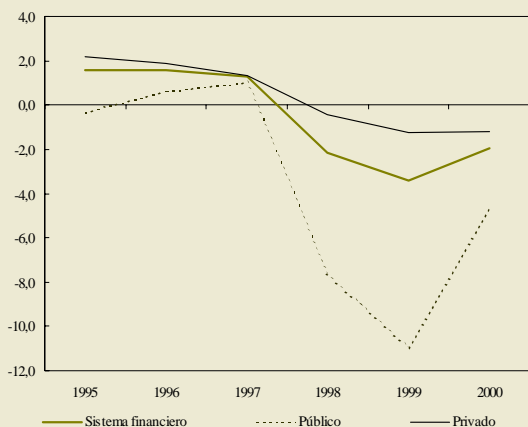


Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

es un avance muy importante que puede contribuir a incrementar la generación de créditos de vivienda en los próximos años.

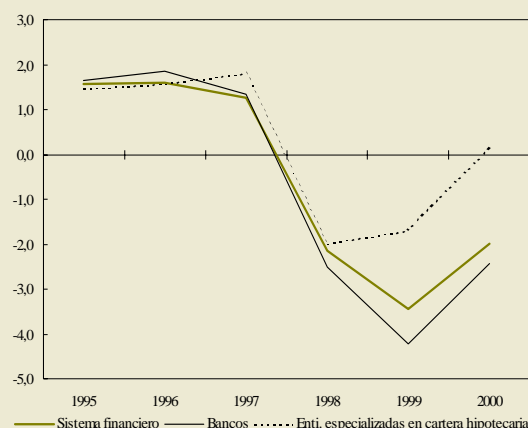
Así mismo, el desempeño del sector financiero público mejoró considerablemente, ya que su rentabilidad aumentó de -11,0% a -4,8% entre finales de 1999 y 2000, lo que hace prever un buen balance de las políticas de capitalización de la banca pública (Gráfico 40A).

GRÁFICO 40A
RENTABILIDAD DEL ACTIVO, 1995-2000
 (PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 40B
RENTABILIDAD DEL ACTIVO, 1995-2000
 (PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

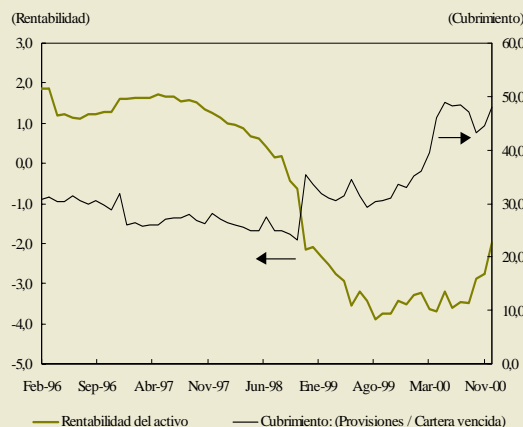
Aunque los intermediarios financieros siguen reportando pérdidas en el ejercicio del año 2000, estas han sido originadas fundamentalmente por dos factores. Primero, las operaciones de saneamiento que las entidades han estado realizando mediante retiros de activos improductivos de sus balances, por las cuales deben castigar los mismos al registrar pérdidas por este concepto. Segundo, la constitución de mayores provisiones para la protección de cartera, acatando los requerimientos de la Superintendencia Bancaria

que se han hecho más exigentes en vista de los bajos niveles de *cubrimiento* observados antes de que estallara la crisis (Gráfico 41). El saneamiento de los balances y su mayor cubrimiento deben contribuir a que en un futuro las entidades financieras comiencen a reportar utilidades y mejoren sus indicadores de solidez.

En cuanto a los indicadores de calidad de los activos también se observa una mejoría. El porcentaje de *activos improductivos* del sistema financiero cayó de 6,5% en diciembre de 1999 a 4,2% en igual mes de 2000, principalmente como resultado de las operaciones de saneamiento de los balances llevadas a cabo durante el año.

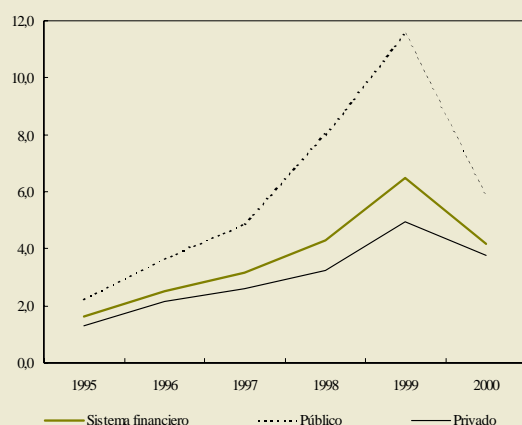
Analizando este indicador de acuerdo con los principales intermediarios del sistema (gráficos 42A y 42B), podemos observar que durante el año 2000 los bancos hicieron un importante avance, ya que lograron llevar su porcentaje de *activos improductivos* a un nivel inclusive inferior al que tenían en 1995. Por su parte, las entidades especializadas en cartera hipotecaria también presentaron una mejoría en la relación de *activos improductivos / activo total*, aunque su nivel de activos improductivos continúa siendo muy alto. De otro lado, la mejora más importante en la disminución del porcentaje de activos improductivos la

GRÁFICO 41
RENTABILIDAD Y CUBRIMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO
1996-2000
 (PORCENTAJE)



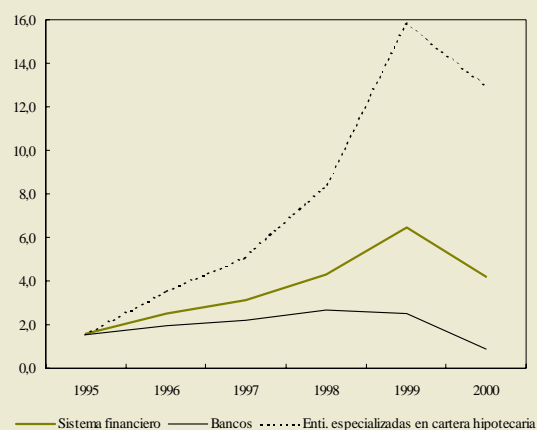
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 42A
PORCENTAJE DE ACTIVOS IMPRODUCTIVOS
1995-2000
 (PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 42B
PORCENTAJE DE ACTIVOS IMPRODUCTIVOS
1995-2000



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

presenta el sector financiero público, que mediante la liquidación del BCH y la entrega en administración de activos improductivos a la filial del Fogafin, Central de Inversiones S. A. (CISA), logró disminuir sus activos improductivos en cerca del 50%.

El proceso de saneamiento de activos antes descrito permitió mejorar el indicador de *calidad de la cartera*. Para el total del sistema financiero, la relación de *cartera vencida / cartera bruta* era de 6,9%

a finales de 1995, alcanzó su nivel más alto en 1999, 13,4% y se redujo a 10,7% a finales del año 2000 (Gráficos 43A y 43B).

En el caso de los bancos, la *calidad de la cartera* es inclusive superior a la calidad de la misma en 1995. Las entidades especializadas en cartera hipotecaria, por su parte, presentan una leve mejoría en su indicador de *calidad de cartera*.

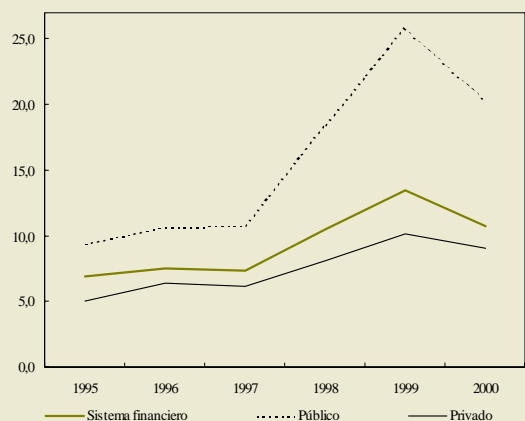
c. Comportamiento del crédito

Las cifras concernientes a la evolución de la cartera del sistema financiero deben ser analizadas con precaución porque durante una coyuntura como la actual, en la cual se está adelantando un proceso de saneamiento de activos y de alivios a ciertos deudores, una disminución en el saldo de la cartera crediticia no necesariamente significa que exista una menor oferta de créditos nuevos a la economía.

Durante el año 2000, el saldo de la cartera bruta de créditos del sistema financiero disminuyó a una tasa anual cercana al 8,0%. El sector financiero de carácter público fue el que presentó la mayor caída en el saldo de su cartera, 31,2%, debido principalmente a las operaciones de saneamiento de cartera llevadas a cabo durante el año. Como se observa en el Gráfico 44A, en el sector financiero público tanto la cartera hipotecaria como la no hipotecaria presentaron disminuciones muy similares en su tasa de crecimiento anual. Por su parte, la cartera del sector financiero privado, el cual representa cerca del 90,0% del total de la cartera del sector financiero, tuvo un comportamiento diferente, según el tipo de entidades. Las privadas no hipotecarias mostraron un crecimiento de su cartera cercano al 3,0% en el año 2000, que en cierta medida se vio compensado por una reducción de la cartera en las entidades privadas hipotecarias, debido principalmente a los alivios a los deudores autorizados por la ley de vivienda. De esta manera en su conjunto, la cartera del sector privado financiero presentó una disminución cercana al 2,0% más moderada que la observada durante 1999 (Gráfico 44B).

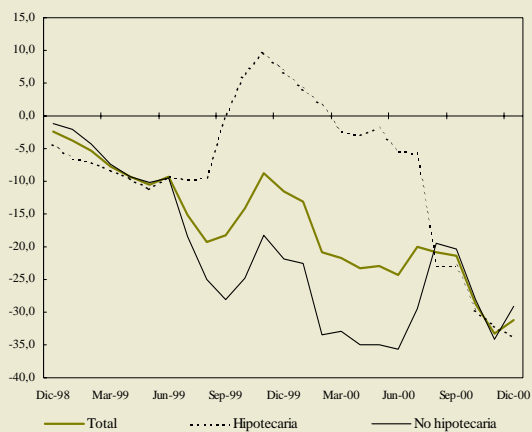
Las disminuciones en el saldo de la cartera de créditos no son producto de una contracción de la oferta

GRÁFICO 43A
CALIDAD DE LA CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO
(CARTERA VENCIDA / CARTERA BRUTA)



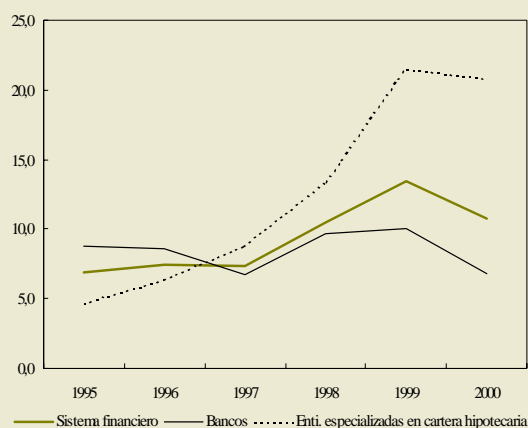
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 44A
CRECIMIENTO DE LA CARTERA BRUTA DE CRÉDITOS
DEL SECTOR FINANCIERO PÚBLICO
(PORCENTAJE)



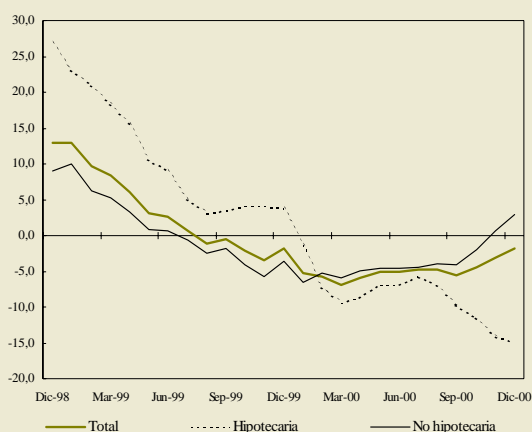
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 43B
CALIDAD DE LA CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO
(CARTERA VENCIDA / CARTERA BRUTA)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 44B
CRECIMIENTO DE LA CARTERA BRUTA DE CRÉDITOS
DEL SECTOR FINANCIERO PRIVADO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

de estos. Ello puede verse de dos formas. Primera, si se tiene en cuenta las operaciones relacionadas con retiros de activos improductivos de los balances y alivios de deuda a diciembre de 2000 se observa un crecimiento de la *cartera en pesos ajustada* del 3,1%, en lugar de un detrimento del 6,8% de la *cartera en pesos sin ajustar* (Cuadro 18). Este es un fenómeno que se viene presentando desde finales de 1999 cuando empezó el proceso de saneamiento de los balances como parte de la reestructuración financiera,

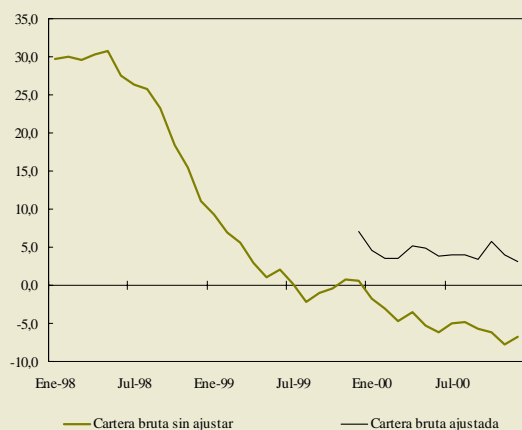
con el resultado de que cada vez más se han ido alejando las tasas de crecimiento de la cartera observada frente a la ajustada (Gráfico 45). Segunda, los desembolsos de crédito en el año 2000 fueron superiores a los de 1999 en un 3,0% anual (Cuadro 19), lo cual es uno de los factores que contribuyó a reactivar la demanda de bienes y servicios en el año 2000. Adicionalmente, la composición por tipo de crédito también se modificó. Entre junio de 1999 e igual mes de 2000, las entidades fi-

CUADRO 18
CARTERA BRUTA EN PESOS DEL SISTEMA FINANCIERO AJUSTADA

	SalDOS a diciembre (Miles de millones de pesos)			Variaciones porcentuales	
	1998	1999	2000	1999	2000
A. Saldo de cartera bruta	46.735	47.231	44.027	1,1	(6,8)
B. Cartera retirada de balances	4.169	7.232	10.266	73,4	42,0
Bienes recibidos en pago	1.624	2.161	2.171	33,1	0,5
Castigos de cartera	1.369	2.840	4.520	107,4	59,2
Cartera en administración	930	1.271	2.566	36,7	101,8
Cartera entidades liquidadas (Caja Agraria)	-	710	710	-	-
T titularizaciones y ventas de cartera	247	250	299	1,4	19,6
C. TES Ley 546 (Reducción de cartera hipotecaria)	-	-	1.879	-	-
D. Saldo cartera ajustada (A) + (B) + (C)	53.681	54.463	56.172	1,5	3,1

Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 45
VARIACIÓN ANUAL DE LA CARTERA BRUTA EN PESOS
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

nancieras habían mostrado una clara propensión por otorgar créditos de carácter *preferencial o corporativo*, es decir, el crédito que se otorga a los mejores clientes, mientras que el crédito de *consumo* y el crédito *ordinario* se encontraban estancados (Gráfico 46B).

Sin embargo, en el segundo semestre de 2000, se revirtió dicha tendencia. Se reactivó tanto el crédito *ordinario*, registrando una tasa de crecimiento del 10,6% en el año, como el crédito de *consumo*, con una tasa de crecimiento del 15,1% anual (Cuadro 19), mientras que los desembolsos de crédito *preferencial* presentaron variaciones mensuales cada vez más negativas (gráficos 46A y 46B), acumulando en el año una disminución por \$788 mm (11,7% anual). Además de revelar una recuperación de la confianza de los intermediarios financieros para canalizar crédito a la economía, la reactivación del crédito ordinario y de consumo es fundamental para sostener el incremento del consumo de los hogares y de la inversión privada, dos de los principales motores de crecimiento durante el año 2000.

2. Balance del proceso de recapitalización bancaria

En el año 2000 se hicieron nuevas capitalizaciones del sistema financiero por un valor de \$3.365 mm, de los cuales \$2.146 mm se hicieron con recursos de Fogafin, y \$1.219 mm con recursos de los accionistas de las entidades financieras privadas. De las

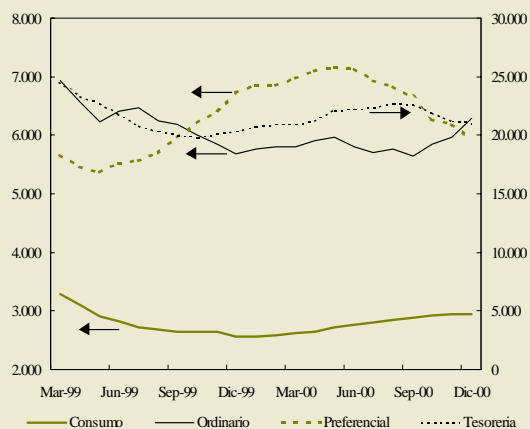
CUADRO 19
DESEMBOLSOS DE CRÉDITO, SEGÚN TIPO 1/
TOTAL SISTEMA FINANCIERO
 (MILES DE MILLONES DE PESOS)

	1999	2000	Variación porcentual
Consumo	2.566,3	2.953,2	15,1
Ordinario	5.683,8	6.283,8	10,6
Preferencial	6.728,3	5.940,3	(11,7)
Tesorería	20.333,5	21.311,1	4,8
Hipotecario	333,2	242,2	(27,3)
Total	35.645,1	36.730,5	3,0

1/ El ordinario es crédito a empresas, el preferencial a mejores clientes, el de tesorería es un tipo de crédito preferencial pero de muy corto plazo.

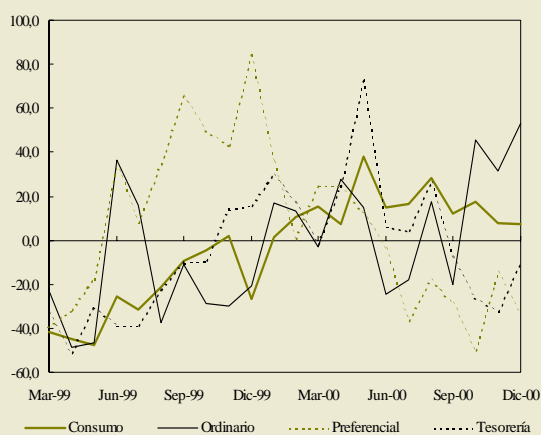
Fuente: Superintendencia Bancaria, Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV) y Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 46B
DESEMBOLSOS POR TIPO DE CRÉDITO, SISTEMA
FINANCIERO TOTAL
 (ACUMULADO 12 MESES - MILES DE MILLONES DE PESOS)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 46A
DESEMBOLSOS POR TIPO DE CRÉDITO, SISTEMA
FINANCIERO TOTAL
 (VARIACIÓN PORCENTUAL FRENTE A IGUAL MES DEL AÑO ANTERIOR)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

capitalizaciones realizadas por Fogafin en el año 2000, \$2.082 mm corresponden a la banca pública (Cuadro 20) y \$64 mm al sector financiero privado (Cuadros 21). Es así como el monto de capitalizaciones realizadas por Fogafin desde el último trimestre de 1998 cuando se decretó la emergencia económica, asciende a un total de \$6.085 mm.

En cuanto a la banca pública, se realizaron capitalizaciones con bonos de Fogafin por un valor de

\$1.941 mm de pesos (Cuadro 20), los cuales comienzan a vencerse en el año 2002 por un valor cercano a los \$350 mm y de allí en adelante, cada dos años en un monto similar. Capitalizaciones en dinero se realizaron únicamente para la liquidación del BCH. Adicionalmente, la Central de Inversiones del BCH (CISA), se convirtió en una filial de Fogafin que a partir de septiembre de 2000 tiene las funciones de administración de los bienes improductivos de la banca pública. Para tal efecto, fue necesaria una capitalización de CISA por un valor de \$521 mm, de tal modo que fuera posible la compra de activos improductivos de entidades como el BCH, por \$1.282 mm, y de Bancafé por \$941 mm. Finalmente, con las capitalizaciones de la banca pública realizadas por Fogafin y la venta de activos improductivos a CISA hasta diciembre de 2000, se completa un gran porcentaje de las capitalizaciones requeridas que se estimaron inicialmente para mejorar los niveles de solvencia de la banca pública.

En el sistema financiero privado, por su parte, la mayor parte de las capitalizaciones efectuadas en el año 2000 por \$1.219 mm se hicieron con recursos propios de las entidades, de los cuales el 46,7% corresponde al Banco Ganadero y el 28,1% a Bancolombia. Fogafin hizo capitalizaciones por tan sólo \$64 mm (Cuadro 21). Adicionalmente, en octubre de 2000,

CUADRO 20
CAPITALIZACIÓN DE LA BANCA PÚBLICA CON RECURSOS DE FOGAFIN
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	1998	1999			2000			Capitalización	
		Total	Bonos	Efectivo	Total	Bonos	Efectivo	Total	Total estimada 1/
Banco Agrario	0	150	150	0	0	0	150	150	
Banco del Estado	0	1.240	823	417	0	0	1.240	1.290	
Bancafé	0	600	600	0	270	270	870	1.530	
IFI	0	100	100	0	300	300	400	n.d.	
Granahorrar	247	82	22	60	250	250	579	600	
FES	0	45	0	45	0	0	45	90	
BCH	0	550	550	0	742	600	1.292	1.590	
CISA	0	0	0	0	521	521	521	n.d.	
Total	247	2.768	2.245	522	2.082	1.941	5.097	5.250	

n.d. No disponible.

1/ Cálculos de Fogafin en mayo de 2000.

Fuente: Fogafin.

CUADRO 21
CAPITALIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO PRIVADO
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Con recursos de Fogafin			Total capitalización Fogafin	Con recursos propios 2000
	1999	2000			
		Capitalización	Recompra títulos		
Banco Unión	27	0	6	27	0
Banco Superior	52	56	11	108	0
Banco Colpatría	212	0	42	212	0
Coltefinanciera	28	0	5	28	0
Interbanco	42	0	10	42	0
Multifinanciera	3	0	1	3	0
Banco de Crédito	57	2	11	59	0
Cofinorte	20	0	0	20	7
Megabanco	478	0	0	478	0
Credinver	0	2	0	2	0
Confinanciera	0	3	0	3	0
Bancolombia	0	0	0	0	343
Leasing Colombia	0	0	0	0	8
Banco de Bogotá	0	0	0	0	30
Banco de Occidente	0	0	0	0	40
Corp. Fciera. Colombiana	0	0	0	0	88
Banco AV Villas	0	0	0	0	35
Leasing Bogotá	0	0	0	0	4
Banco Popular	0	0	0	0	5
Banco Interbanco	0	0	0	0	18
BBV Banco Ganadero	0	0	0	0	570
Corfigan	0	0	0	0	30
Leasing Sudameris	0	0	0	0	2
Banco Sudameris	0	0	0	0	13
Lloyds TSB Bank	0	0	0	0	25
Cía. Fto. Giros y Divisas	0	0	0	0	2
Total	920	64	86	984	1.219

Fuente: Fogafin y Superintendencia Bancaria.

Fogafin dio liquidez a algunos intermediarios mediante la recompra de títulos por un valor de \$86 mm.

3. Avances en la reestructuración de la deuda empresarial

Mediante la Circular 039 de 1999, la Superintendencia Bancaria creó un régimen transitorio, durante el cual se aplicarían medidas excepcionales para la reestructuración de la deuda empresarial²³. El balance general del primer año es bastante positivo en términos de negociaciones iniciadas y acuerdos pactados entre acreedores y propietarios de compañías en el país.

Hasta finales de 2000, un total de 295 empresas utilizaron el plan de reestructuración de deuda. Estas empresas generan cerca de 34.409 empleos, cuentan con activos por \$4.271 mm y pasivos por \$2.955 mm.

(Cuadro 22). Los sectores más favorecidos con los acuerdos de reestructuración de deuda empresarial son, en su orden, el textil, industrial, minero, construcción, salud y comercio, cuya participación en el valor de los pasivos reestructurados suma cerca del 84,8%. En cuanto al tamaño de las empresas en proceso de reestructuración de deuda, un 56,0% de las mismas corresponde a pequeñas, medianas y micro empresas, y un 35,0% a empresas grandes (Gráfico 47). El número de empresas que se acogió a la Ley de Intervención Económica está dentro de lo previsto, ya que inicialmente se habían estimado de entre 250 y 300 empresas en el primer año.

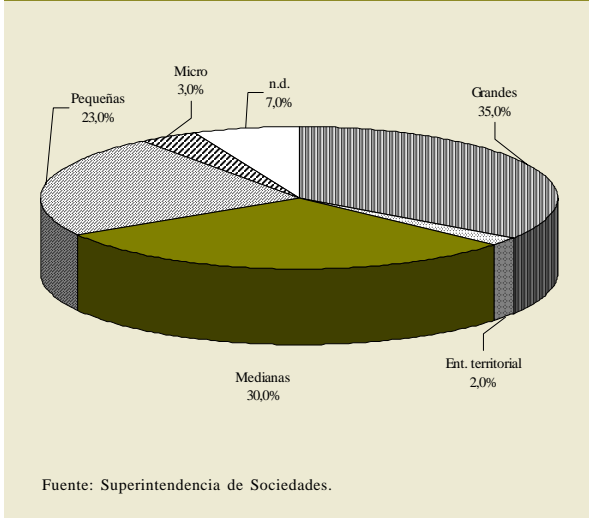
²³ Se dispuso, entre otras medidas, que las entidades financieras condonarían los intereses moratorios; que podrían establecerse períodos de gracia para el pago de intereses (hasta un año) y para la amortización de capital (hasta tres años).

CUADRO 22
EMPRESAS QUE SE ACOGIERON EN 2000 AL PROYECTO DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA EMPRESARIAL - LEY 550/99

Sector	Número de		Activos (Miles de millones de pesos)	Pasivos	Participación % en pasivos reestructurados
	Empresas	Empleados			
Textil	18	13.250	1.737,4	1.094,5	37,0
Industrial	47	4.832	504,8	383,3	13,0
Minero	8	2.797	614,1	351,7	11,9
Construcción	37	1.046	364,9	274,3	9,3
Salud	18	3.653	297,7	230,2	7,8
Comercio	60	2.456	177,4	172,7	5,8
Servicios	28	1.299	86,6	77,9	2,6
Alimentos	5	768	60,5	62,8	2,1
Otros	8	32	65,2	61,3	2,1
Metalmecánico	9	993	83,3	59,7	2,0
Agropecuario	20	695	79,2	40,5	1,4
Telecomunicaciones	8	325	40,4	37,5	1,3
Confeción	5	552	28,7	24,6	0,8
Hotelero	4	142	25,7	24,1	0,8
Metalúrgico	3	225	38,8	19,8	0,7
Transporte	5	358	23,5	11,9	0,4
Editorial	4	367	17,4	11,5	0,4
Farmacéutico	5	277	12,8	8,7	0,3
Calzado	2	190	9,8	6,4	0,2
Educación	1	152	3,0	1,3	0,0
Total	295	34.409	4.271,1	2.954,6	100,0

Fuente: Superintendencia de Sociedades.

GRÁFICO 47
SOCIEDADES EN ACUERDO POR RANGO DE EMPRESAS



C. MERCADO CAMBIARIO Y POLÍTICA CAMBIARIA

La Tasa Representativa del Mercado (TRM) cerró el 29 de diciembre en \$2.229,2, lo que implicó una devaluación anual de 19,3%. El comportamiento de su nivel promedio mensual desde principios de 2000 y hasta septiembre se caracterizó por una tendencia a la devaluación. Durante este período su nivel se elevó permanentemente de un promedio mensual de \$1.888,5 en diciembre de 1999 a \$2.213,8 en septiembre, lo cual significó hasta este último mes una devaluación en el año corrido de 17,2%. Entre octubre y noviembre su tendencia se revirtió hasta ubicarse en \$2.136,6 y una devaluación año corrido de 13,1%. A fin de año, la TRM promedio cerró en \$2.186,2 (15,8%) con una tendencia al alza (gráficos 48, 49, 50).

La evolución de la TRM a lo largo de 2000 se vio afectada por las expectativas de los agentes acerca de los diversos anuncios relacionados principalmente con el financiamiento externo público, las privatizaciones, el precio de los bienes de exportación y el entorno político.

GRÁFICO 48
EVOLUCIÓN DE LA TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO 31 DE DICIEMBRE DE 1999-28 DE FEBRERO DE 2001 (PESOS POR DÓLAR)

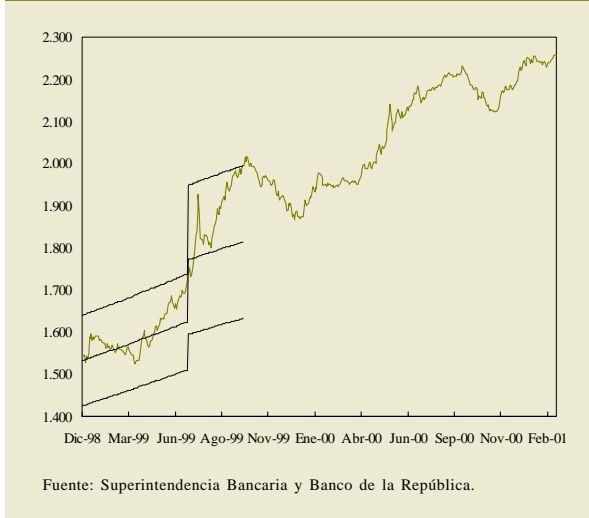
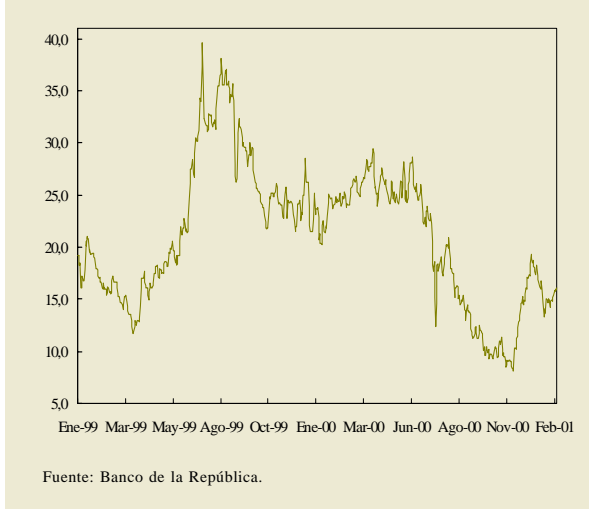
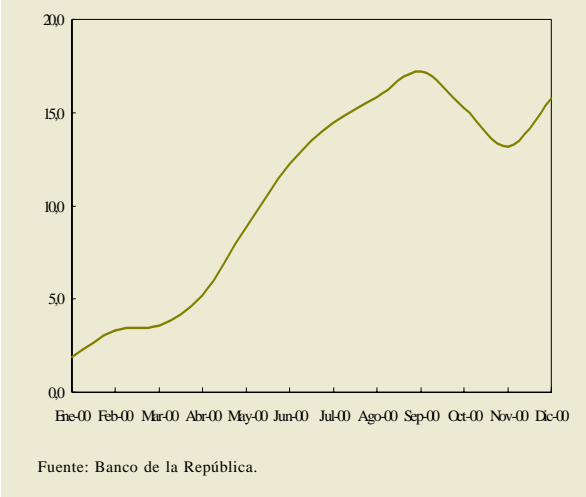


GRÁFICO 49
EVOLUCIÓN DE LA TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL 1999-2001 (PORCENTAJE)



La Junta Directiva ha seguido convocando subastas de derechos de venta de divisas al Banco de la República a la TRM para acumular reservas internacionales, de conformidad con el programa macroeconómico que preveía una acumulación de reservas internacionales en el transcurso de 2000. Estas operaciones no buscan defender un nivel particular de la tasa de cambio, sino alcanzar dos propósitos bien definidos: la acumulación de reservas

GRÁFICO 50
EVOLUCIÓN DE LA TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO
DEVALUACIÓN PROMEDIO NOMINAL AÑO CORRIDO 2000
(PORCENTAJE)



internacionales y el control de los excesos de volatilidad de la tasa de cambio²⁴.

En el Cuadro 23 se muestra cómo el cupo de estas subastas en 2000 se amplió de US\$80 m mensuales vigente hasta febrero a US\$100 m mensuales desde marzo hasta diciembre. Desde enero de 2001 y ante la perspectiva de una menor acumulación de reservas el cupo de la subasta de derechos de venta se redujo a US\$75 millones. En todos los meses de 2000 se aprobaron los cupos completos, excepto durante el mes de abril, cuando sólo se aprobaron US\$55 m del cupo establecido. De las opciones de compra así subastadas, se han ejercido: US\$12 m en enero, US\$74 m en marzo, US\$15,5 m en junio, US\$17,1 m en agosto, US\$100,0 m en septiembre y octubre, y US\$80,0 m en diciembre de 2000. En enero de 2001 se ejercieron US\$69,3 m. De otra parte, el Banco de la República no se ha visto obligado a realizar subastas de derechos de compra o de venta de divisas para evitar la volatilidad excesiva del tipo de cambio.

Es indudable que la consolidación del financiamiento externo en el segundo semestre impulsó la disminución en el ritmo de crecimiento de la TRM hasta sep-

tiembre y alimentó expectativas de revaluación en octubre y noviembre. Esta circunstancia se reflejó en un incremento de las primas de corte de las subastas de opciones para compra de divisas por parte del Banco de la República (Cuadro 23). Nótese que en las subastas del 29 de septiembre, vigente para octubre, y 31 de octubre, vigente para noviembre, se presentaron las primas más altas del año: \$4.510 y \$6.350 por cada US\$1,000. Además, estos fueron los únicos dos meses del año en que los agentes ejercieron la totalidad de los cupos asignados, confirmando con ello que existían fuertes expectativas de revaluación.

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

Así mismo, mediante la expedición de la Resolución Externa 8 de mayo 5 de 2000, se establecieron modificaciones al régimen de cambios internacionales que regulan el desarrollo del mercado de cobertura, y autoriza a las sociedades comisionistas de bolsa para actuar como intermediarios del mercado cambiario.

Para estimular el mercado de cobertura, se modificaron las regulaciones que existían. Fue así como se autorizó a los residentes en Colombia realizar operaciones de derivados financieros peso-dólar, no sólo con los intermediarios del mercado cambiario sino también con entidades del exterior que participen de manera profesional en los mercados internacionales de derivados. Igualmente, se autorizó a los residentes en Colombia para efectuar operaciones de derivados financieros dólar-otras monedas y sobre precios de productos básicos aun cuando no exista riesgo subyacente. Adicionalmente, en el caso de derivados sobre precios de productos básicos, se permitió realizar estas operaciones con nuevos agentes. Estas medidas

²⁴ Volatilidad hace referencia a la varianza del tipo de cambio.

CUADRO 23
SUBASTAS DE OPCIONES PUT PARA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

Fecha de la subasta	Monto		Cupo	Prima			Monto ejercido (Millones de dólares)
	Presentado	Aprobado		Mínima	Máxima	De corte	
	(Millones de dólares)			(\$ / US\$1,000)			
27-Ene-00	204.00	80.00	80.00	10.00	3,020.00	210.00	12.00
28-Feb-00	368.00	80.00	80.00	130.00	4,100.00	1,600.00	0.00
28-Mar-00	607.50	100.00	100.00	101.00	4,800.00	3,000.00	74.00
28-Abr-00	394.00	55.00	100.00	230.00	5,000.00	600.00	0.00
29-May-00	493.00	100.00	100.00	50.00	4,500.00	2,250.00	0.00
28-Jun-00	474.00	100.00	100.00	50.00	5,100.00	3,000.00	15.50
28-Jul-00	368.00	100.00	100.00	200.00	6,100.00	3,650.00	0.00
31-Ago-00	522.00	99.90	100.00	220.00	6,957.00	3,500.00	17.10
29-Sep-00	434.50	100.00	100.00	220.00	7,000.00	4,510.00	100.00
31-Oct-00	511.00	100.00	100.00	5.00	7,535.00	6,350.00	100.00
30-Nov-00	442.80	100.00	100.00	210.00	5,160.00	3,560.00	0.00
28-Dic-00	287.00	100.00	100.00	320.00	4,110.00	1,860.00	80.00
31-Ene-01	405.70	75.00	75.00	212.00	7,100.00	5,560.00	69.30

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

Fuente: Banco de la República.

se complementaron permitiendo a los intermediarios del mercado cambiario endeudarse en dólares y utilizar estos recursos en el mercado local para cubrir sus posiciones futuras de compra, sin que tampoco en este caso se exija la constitución del depósito al endeudamiento externo.

La autorización a los comisionistas de bolsa para actuar como intermediarios del mercado cambiario desde julio de 2000, les ha permitido realizar operaciones de cambio tales como giros y negociación de divisas relacionados con operaciones de cambio de comercio exterior, inversión extranjera e inversión colombiana en el exterior, así como giros y negociación de divisas provenientes del mercado libre. Se reglamentaron específicamente las condiciones para que los comisionistas de bolsa actúen como intermediarios del mercado

cambiario: tener un patrimonio igual o superior a \$3.500 millones y acreditar ante la Superintendencia de Valores el cumplimiento de su capacidad técnica y operativa. El principal objetivo de esta medida es brindar una mayor competencia en el mercado cambiario y facilitar las operaciones de la pequeña y mediana industria.

Finalmente, la expedición de la Resolución Externa 8 modificó el régimen de cambios con el fin de hacerlo compatible con las nuevas normas aduaneras y facilitar algunas operaciones de cambio. En tal sentido, se autorizó el giro o reintegro entre matrices y sucursales de las divisas correspondientes a operaciones reembolsables de comercio exterior y a los residentes en el país para comprar y vender divisas de manera profesional sin autorización de la Superintendencia Bancaria.

D. BALANZA DE PAGOS

1. Cierre preliminar de la balanza de pagos para el año 2000

De acuerdo con estimaciones del Banco de la República, al finalizar el año 2000 la balanza de pagos registró un superávit en cuenta corriente de US\$158 m (0,19% del PIB), y un equilibrio en la cuenta financiera y de capital, US\$-73 m (-0,09% del PIB) (Cuadro 24).

El comportamiento en la cuenta corriente se explica fundamentalmente por el superávit en la cuenta de bienes de US\$2,568 m, como resultado de un mayor crecimiento de las exportaciones sobre las importaciones. En particular, las exportaciones de bienes aumentaron 13,2% para situarse en US\$13,619 m, y las importaciones crecieron 7,8%, alcanzando un nivel de US\$11,051 m. Por su parte, la cuenta de servicios no factoriales²⁵ fue deficitaria en US\$1,205 m y la cuenta de la renta de factores fue negativa en US\$2,084 m, como resultado de mayores pagos de intereses, dividendos y remisión de utilidades en relación con los ingresos por estos conceptos.

El crecimiento de las exportaciones se debe a los mayores ingresos provenientes de las exportaciones de petróleo y a la recuperación de las no tradicionales, en particular de las exportaciones industriales. Como se observa en el Cuadro 25, con cifras a diciembre de 2000, las exportaciones de hidrocarburos sumaron US\$4,569 m, lo que significó una variación anual de 21,6%. Lo anterior se explica por un incremento significativo del precio internacional del petróleo, el cual pasó de un promedio de US\$17.8 por barril en el período enero-diciembre de 1999 a US\$28.8 por barril en igual período del año 2000. En contraste, los ingresos externos de café cayeron en US\$255 m, al pasar de US\$1,324 m a US\$1,069 m en igual lapso de tiempo. Este comportamiento se explica por los menores volúmenes de café exporta-

dos, los cuales se redujeron de 10.010 miles de sacos de 60 kg en 1999 a 9.247 miles de sacos de 60 kg en 2000. Adicionalmente, se presentó una caída en la cotización internacional del grano, al disminuir de US\$1.19 el precio *ex-dock* promedio por libra en 1999 a US\$1.02 en el año 2000.

Con respecto a las exportaciones no tradicionales, estas presentaron una importante recuperación al crecer 17,1%. Las de origen industrial fueron aquellas de mayor dinamismo al incrementarse 21,7% y representar el 36,2% de las exportaciones totales y cerca del 74,8% de las no tradicionales. Por el contrario, las exportaciones del sector agropecuario cayeron 2,5%, principalmente como consecuencia de la caída en las ventas de banano (-15,0%).

En cuanto al destino geográfico, se destaca el dinamismo de las exportaciones totales hacia los Estados Unidos y Venezuela, las cuales crecieron aproximadamente 15,0% y 40,0%, respectivamente, en comparación con 1999. Como proporción de las exportaciones totales, las dirigidas hacia los Estados Unidos han representado un 51,0%, en tanto que las exportaciones a Venezuela el 10,0% en el año 2000, con lo cual los Estados Unidos continúa consolidándose como principal destino de las exportaciones colombianas.

Es importante señalar que, como consecuencia de la recuperación de la demanda agregada, las importaciones presentaron un crecimiento de 7,9%. El mayor crecimiento de las importaciones, se originó en un aumento de las compras de bienes intermedios y de materias primas, cuyo valor en dólares aumentó 18,9%, como resultado del incremento de las importaciones destinadas a la industria (20,9%). Por su parte, las de bienes de consumo aumentaron 8,4%, concentrándose principalmente en los bienes de carácter duradero (28,6%). Por último, el valor de las importaciones de bienes de capital disminuyó 6,6%, a pesar del crecimiento de los volúmenes de importación (19,3%). Dentro de este grupo, sobresale la reducción de las importaciones de bienes para la agricultura, equipo de transporte e industria, como consecuencia de los bajos precios (Cuadro 26).

²⁵ Incluye transportes, viajes y otros servicios diferentes de renta de factores.

CUADRO 24
BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA - RESUMEN

	Millones de dólares			Como porcentaje del PIB		
	1999 (pr)	2000 (pr)	2001 (proy.)	1999 (pr)	2000 (pr)	2001 (proy.)
I. CUENTA CORRIENTE	(61)	158	(1,411)	(0.07)	0.19	(1.61)
Ingresos	15,764	17,624	17,937	18.22	21.36	20.51
Egresos	15,825	17,466	19,348	18.30	21.16	22.13
A. Bienes y servicios no factoriales	514	1,363	510	0.59	1.65	0.58
Ingresos	13,866	15,605	15,638	16.03	18.91	17.88
Egresos	13,352	14,243	15,128	15.44	17.26	17.30
1. Bienes	1,775	2,568	1,691	2.05	3.11	1.93
Ingresos	12,030	13,619	13,596	13.91	16.50	15.55
Egresos	10,255	11,051	11,904	11.86	13.39	13.61
2. Servicios no factoriales	(1,261)	(1,205)	(1,181)	(1.46)	(1.46)	(1.35)
Ingresos	1,836	1,987	2,042	2.12	2.41	2.34
Egresos	3,097	3,192	3,223	3.58	3.87	3.69
B. Renta de los factores	(1,422)	(2,084)	(2,823)	(1.64)	(2.53)	(3.23)
Ingresos	795	886	1,129	0.92	1.07	1.29
Egresos	2,217	2,970	3,952	2.56	3.60	4.52
C. Transferencias	846	880	901	0.98	1.07	1.03
Ingresos	1,102	1,133	1,170	1.27	1.37	1.34
Egresos	256	253	269	0.30	0.31	0.31
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	(94)	(73)	1,737	(0.11)	(0.09)	1.99
A. Cuenta financiera:	(94)	(73)	1,737	(0.11)	(0.09)	1.99
1. Flujos financieros de largo plazo	2,132	850	1,059	2.46	1.03	1.21
a. Activos	35	40	150	0.04	0.05	0.17
i. Inversión directa						
colombiana en el exterior	(6)	40	150	(0.01)	0.05	0.17
ii. Préstamos 1/	0	0	0	0.00	0.00	0.00
iii. Arrendamiento financiero	6	0	0	0.01	0.00	0.00
iv. Otros activos	35	0	0	0.04	0.00	0.00
b. Pasivos	2,167	890	1,209	2.50	1.08	1.38
i. Inversión extranjera						
directa en Colombia	1,110	1,500	1,238	1.28	1.82	1.42
ii. Préstamos 1/	972	(463)	25	1.12	(0.56)	0.03
iii. Arrendamiento financiero	86	(147)	(54)	0.10	(0.18)	(0.06)
iv. Otros pasivos	0	0	0	0.00	0.00	0.00
c. Otros Mov. financieros de largo plazo	0	0	0	0.00	0.00	0.00
2. Flujos financieros de corto plazo	(2,226)	(924)	678	(2.57)	(1.12)	0.78
a. Activos	1,494	1,183	(336)	1.73	1.43	(0.38)
i. Inversión de cartera	1,420	953	(521)	1.64	1.15	(0.60)
ii. Préstamos	74	230	185	0.09	0.28	0.21
b. Pasivos	(733)	259	342	(0.85)	0.31	0.39
i. Inversión de cartera	(23)	17	150	(0.03)	0.02	0.17
ii. Préstamos	(710)	242	192	(0.82)	0.29	0.22
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0.00	0.00	0.00
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	(163)	654	0	(0.19)	0.79	0.00
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	(319)	739	326	(0.37)	0.90	0.37
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	8,103	9,006	9,332	9.37	10.91	10.67
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	8,102	9,005	9,331	9.37	10.91	10.67
Meses de importación de bienes	9	10	9			
Meses de importación de bienes y servicios	6	6	6			
PIB nominal en millones de dólares	86,501	82,523	87,440			
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	(320)	740	326	(0.37)	0.90	0.37

Supuestos: Precios de exportación: Café US\$1.0/libra; Petróleo: US\$25.2/barril; crecimiento de importaciones de bienes: 7,8%.

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

2/ Según metodología de la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 25
EXPORTACIONES, SEGÚN PRINCIPALES PRODUCTOS Y SECTORES ECONÓMICOS
(MILLONES DE DÓLARES)

	Enero-Diciembre		Variación	
	1999	2000 (pr)	Absoluta	%
Total exportaciones	11,576	13,043	1,467	12.7
A. Exportaciones tradicionales	6,192	6,741	549	8.9
Café	1,324	1,069	(255)	(19.3)
Carbón	848	795	(53)	(6.3)
Ferroníquel	154	211	57	37.0
Petróleo y derivados	3,757	4,569	812	21.6
Oro	1	0	(1)	(100.0)
Esmeraldas	108	97	(11)	(10.2)
B. Exportaciones no tradicionales	5,384	6,302	918	17.1
Sector agropecuario	1,379	1,344	(35)	(2.5)
Sector industrial	3,875	4,717	842	21.7
Sector minero	130	241	111	85.4

(pr) Preliminar.
Fuente: DANE.

CUADRO 26
IMPORTACIONES, SEGÚN USOS O DESTINO ECONÓMICO
(MILLONES DE DÓLARES)

	Enero-Diciembre		Variación	
	1999	2000 (pr)	Absoluta	%
Importaciones totales	9,985	10,775	790	7.9
Bienes de consumo	1,877	2,034	157	8.4
No duradero	1,324	1,323	(1)	(0.1)
Duradero	553	711	158	28.6
Bienes intermedios y materias primas	4,587	5,453	866	18.9
Combustibles, lubricantes y productos conexos	237	225	(12)	(5.1)
Para la agricultura	395	445	50	12.7
Para la industria	3,955	4,783	828	20.9
Bienes de capital	3,521	3,288	(233)	(6.6)
Materiales de construcción	138	154	16	11.6
Para la agricultura	24	22	(2)	(8.3)
Para la industria	2,256	2,154	(102)	(4.5)
Equipo de transporte	1,103	958	(145)	(13.1)

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

La mayor dinámica de las exportaciones en comparación con la de las importaciones tuvo origen en el buen comportamiento de los términos de intercambio que mejoraron en un 28,8%, como consecuencia del aumento registrado en los valores unitarios de las exportaciones (20,8%) y un descenso de los valores unitarios de las importaciones de 6,3%. El aumento de los precios de las exportaciones se originó principalmente por el incremento en la cotización internacional del petróleo, y los mayores valores unitarios de exportación de los productos industriales y del hierro (Cuadro 27).

En relación con la cuenta financiera y de capital, ésta registró entradas netas de recursos de largo plazo por US\$850 m provenientes de una inversión extranjera directa neta por US\$1,500 m y de préstamos por

US\$-463 m. En particular, esta entrada de recursos fue menor que la observada en 1999, como resultado de un menor endeudamiento externo neto, en especial por parte del sector privado. De otra parte, los flujos financieros de corto plazo presentaron salidas netas de US\$924 m, principalmente como resultado del pago neto de créditos por un total de US\$17 m y una inversión positiva de cartera de colombianos en el exterior por valor de US\$953 m. En relación con 1999, se observa una menor salida de recursos de corto plazo, principalmente como resultado de menores salidas de inversiones de cartera de colombianos en el exterior, en particular de un menor portafolio externo público, y menores pagos netos de créditos. Así, como en años anteriores, el financiamiento externo de la balanza de pagos proviene principalmente de recursos de largo plazo.

Como resultado de los movimientos de bienes y servicios y de capital, en el año 2000 el Banco de la República acumuló reservas internacionales por US\$739 m. Con esta acumulación, el saldo de las reservas internacionales brutas al finalizar el año se situó en US\$9,006 m, equivalente a 9,8 meses en términos de importación de bienes y 6,3 meses como pagos de bienes y servicios factoriales y no factoriales.

2. Proyecciones de la balanza de pagos para 2001

De acuerdo con la proyección actual de la balanza de pagos (Cuadro 24), en el año 2001 se presentará un déficit en cuenta corriente de US\$1,411 m (1,6% del PIB). La financiación de este déficit estaría cubierta por ingresos de capital esperados por US\$1,737 m (2,0% del PIB), los cuales se explican por entradas netas de capital de largo plazo por US\$1,059 m y de corto plazo por US\$678 m.

En relación con las estimaciones de la cuenta corriente, se proyecta una reducción anual de las exportaciones de bienes en dólares de 0,2%, como consecuencia de los menores ingresos esperados provenientes de petróleo y hierro. La menor cotización de los precios de estos bienes llevará a una caída en las exportaciones de 17,0% y de 15,0%, respectivamente. Se espera que continúe la dinámica de las exporta-

CUADRO 27
PRECIOS DE EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(DÓLARES POR KILO O UNIDAD BÁSICA)
(ENERO-DICIEMBRE)

	Precios 1/		Var. %
	1999	2000	
A. Exportaciones			20.8
Tradicionales			34.1
Café	1.19	1.02	(14.3)
Petróleo y derivados	17.81	28.76	61.5
Carbón	27.16	25.67	(5.5)
Hierro	1.14	1.75	53.7
Oro	278.98	279.72	0.3
Esmeraldas	19.84	11.48	(42.1)
No tradicionales			5.4
Agropecuarias	0.64	0.64	(0.8)
Industriales	0.78	0.83	6.4
Mineras	0.19	0.26	39.0
B. Importaciones			6.3
Combustibles	17.40	24.70	42.0
Otras importaciones			(7.4)
Agropecuarias	0.20	0.19	(5.0)
Industriales	1.36	1.26	(7.2)
Mineras	0.97	0.74	(23.4)
C. Términos de intercambio (A / B)			28.8

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

Fuente: Banco de la República, SGEE, Sector Externo.

ciones industriales, las cuales contribuirán a un crecimiento de las exportaciones no tradicionales de 12,0%. De otro lado, el crecimiento anual de las importaciones de bienes se estima en 7,8%.

Para el año 2001, se prevé una entrada de recursos de largo plazo por US\$1,059 m, provenientes, en parte, de una inversión extranjera en Colombia de US\$1,238 m, en la cual no se suponen ingresos de recursos provenientes de privatizaciones. En lo que se refiere al endeudamiento externo de largo plazo se espera que el sector privado reduzca su deuda neta en US\$1,576 m, monto que se verá compensado con el endeudamiento externo neto del sector público (US\$1,547 m). En cuanto a los recursos financieros de corto plazo, se estima una caída de la inversión de cartera de colombianos en el exterior de US\$521 m.

E. POLÍTICA FISCAL

1. Resultados del año 2000

Al cierre del año 2000, las finanzas del sector público consolidado registran un déficit equivalente al 3,4% del PIB, el cual es inferior en dos puntos del PIB respecto al valor observado en 1999. Este resultado, que se enmarca dentro de los términos del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, refleja los avances en el proceso de ajuste fiscal emprendido por el gobierno y el buen momento por el que atraviesa la actividad petrolera, gracias al comportamiento favorable de los precios internacionales del crudo (Cuadro 28).

En relación con las finanzas del Gobierno Central, las cifras oficiales contabilizan un déficit de 5,8% del PIB, el cual representa una disminución de 1,7% del PIB respecto al valor observado en 1999. El buen desempeño fiscal del gobierno fue producto del dinamismo de los ingresos, gracias al repunte de la actividad económica, el cual permitió cubrir el aumento de los pagos de las operaciones efectivas, que registraron una expansión del 13,1% durante el año. Los impuestos más dinámicos fueron los de IVA a las im-

portaciones, aduanas y renta con crecimientos de 31,0%, 27,0% y 22,0%, respectivamente. Menos dinámicos que los anteriores fueron los impuestos de IVA interno, a la gasolina y a las transacciones financieras con incrementos de 18,0%, 17,8%, y 17,7%, en su orden. Las rentas no tributarias registraron un aumento de 34,7%, debido a la venta de mercancías incautadas por la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), cuyo valor ascendió a \$100 mm durante el año. Sobre los ingresos de capital, es necesario destacar el incremento en el valor de los rendimientos financieros que alcanzó 75,3%, gracias a los recursos generados en el manejo de los fondos administrados por la Dirección del Tesoro Nacional (Cuadro 29)

Por el lado del gasto, los cálculos del gobierno revelan un crecimiento de 31,9% en intereses, 9,2% en funcionamiento y 18,8% en inversión. La expansión del costo de la deuda estuvo asociada a los intereses externos que registraron un crecimiento de 44,7%, especialmente por el crecimiento en el saldo de la deuda y por el aumento del costo financiero de los créditos adquiridos en 1998 y 1999. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales registran un incremento de 13,9%, los gastos generales de 6,1% y las transferencias de 8,2%. Parte del aumento en el pago de la nómina tuvo origen en el fallo de la Corte Constitucional, que obligó al gobierno a realizar un incremento retroactivo de 9,2% en los sueldos de los funcionarios que devengaran más de dos salarios mínimos. El sólo fallo de la corte implicó la ampliación del presupuesto en cerca de \$800 mm, de los cuales cerca de \$600 mm afectaron específicamente el rubro de servicios personales del gobierno.

El bajo crecimiento de las transferencias durante el año estuvo asociado a la estimación optimista del presupuesto inicial de ingresos en 1999 y a la imposibilidad legal para realizar en ese mismo año, los ajustes correspondientes en las partidas por situado y participaciones, una vez detectado el problema de caída en el recaudo de impuestos. Con el objeto de establecer el valor de las transferencias territoriales, estos ajustes debieron efectuarse en el año 2000 mediante un reaforo negativo en el presupuesto de

CUADRO 28
SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO
DÉFICIT (-) O SUPERÁVIT (+)

Concepto	1999	2000	2001	1999	2000	2001
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB)		
Eléctrico	(412,0)	237,9	378,0	(0,3)	0,1	0,2
Carbocol	266,0	179,3	0,0	0,2	0,1	0,0
FAEP	533,0	1.622,4	642,0	0,4	0,9	0,3
Ecopetrol	808,0	1.272,2	570,0	0,5	0,7	0,3
Telecom	(70,0)	(41,2)	41,0	(0,0)	(0,0)	0,0
Resto de entidades	280,0	389,1	616,0	0,2	0,2	0,3
Seguridad social	1.254,0	808,9	687,0	0,8	0,5	0,4
Regional y local	(512,0)	(170,7)	344,0	(0,3)	(0,1)	0,2
Fondo Nacional del Café	(43,0)	(274,6)	(205,0)	(0,0)	(0,2)	(0,1)
1. Subtotal resto del sector público	2.104,0	4.023,3	3.073,0	1,4	2,3	1,6
2. Gobierno Nacional	(11.450,0)	(10.080,0)	(8.102,0)	(7,5)	(5,8)	(4,1)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(9.346,0)	(6.056,7)	(5.029,0)	(6,1)	(3,5)	(2,6)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	608,0	877,0	995,0	0,4	0,5	0,5
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	828,0	30,0	194,0	0,5	0,0	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(10,0)	(666,0)	(1.672,0)	(0,0)	(0,4)	(0,9)
E. Discrepancia estadística	(351,0)	(45,0)	0,0	(0,2)	(0,0)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(8.271,0)	(5.860,7)	(5.512,0)	(5,4)	(3,4)	(2,8)

(proy.) Proyección.
Fuente: Confis.

rentas del gobierno. Incluyendo los recursos asignados al Fondo de Crédito Educativo, el crecimiento de las transferencias a las regiones apenas alcanzó el 0,6% en el año 2000.

Con respecto a los pagos de inversión, las cifras revelan una recuperación importante que se asocia a los recursos asignados a la reconstrucción del Eje Cafetero y al desarrollo del programa de vivienda de interés social. En conjunto, estos dos rubros generaron erogaciones superiores a \$600 mm, que equivalen al 23,0% del total de pagos de capital efectuados por el Gobierno a lo largo del año. El préstamo neto ascendió a \$832 mm, de los cuales se destacan las operaciones de crédito a través de la Cuenta Especial de Deuda Externa por \$503 mm, y las operaciones de deuda garantizada por \$281 mm.

El financiamiento del déficit del gobierno recayó en los recursos del crédito y en la venta de activos. El endeudamiento externo neto ascendió a \$3.675 mm, producto de desembolsos por \$ 5.731 mm y amortizaciones por \$2.056 mm. Por su parte, el crédito interno neto alcanzó \$6.638 mm, que provienen de desembolsos por \$12.006 mm y amortizaciones por \$5.368 mm. La privatización de Carbocol, que se realizó durante los primeros días del mes de octubre, generó recursos por \$748 mm. Los instrumentos de deuda interna utilizados por el gobierno fueron los títulos TES, los bonos de Seguridad y Paz y los títulos de reducción de deuda, con colocaciones por \$11.380 mm, \$388 mm y \$370 mm, respectivamente.

En cuanto a los resultados fiscales del resto del sector público (RSP), las cifras oficiales revelan un

CUADRO 29
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	1999	2000	2001 (proy.)	Var. %	
				1999/2000	2000/2001
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	18.927,1	22.679,9	28.443,0	19,8	25,4
A. Ingresos tributarios	16.067,7	19.637,0	25.530,0	22,2	30,0
Renta	6.410,0	7.824,0	8.934,0	22,1	14,2
IVA interno	4.734,0	5.585,0	6.067,0	18,0	8,6
IVA externo	1.935,0	2.535,0	2.895,0	31,0	14,2
Gravamen	1.373,0	1.744,0	2.034,0	27,0	16,6
Transacciones financieras	880,7	1.037,0	1.568,0	17,7	51,2
Gasolina	707,0	833,0	1.044,0	17,8	25,3
Otros 1/	28,0	79,0	752,0	182,1	851,9
Reforma tributaria	0,0	0,0	2.236,0	n.a.	n.a.
B. Ingresos no tributarios	363,0	489,0	135,0	34,7	(72,4)
C. Fondos especiales	438,9	430,6	589,0	(1,9)	36,8
D. Recursos de capital	2.057,5	2.123,3	2.189,0	3,2	3,1
Rendimientos financieros	477,6	837,3	814,0	75,3	(2,8)
Excedentes financieros	1.419,6	1.191,3	1.253,0	(16,1)	5,2
Otros	160,3	94,7	122,0	(40,9)	28,8
II. Gastos totales (A + B + C + D)	29.117,1	32.940,9	37.743,0	13,1	14,6
A. Intereses	5.025,5	6.630,2	7.523,0	31,9	13,5
Externos	1.559,2	2.256,4	3.241,0	44,7	43,6
Internos	3.467,0	4.373,8	4.282,0	26,2	(2,1)
B. Funcionamiento	20.875,4	22.799,7	26.236,0	9,2	15,1
Servicios personales	4.106,0	4.675,0	5.384,0	13,9	15,2
Gastos generales	1.295,6	1.375,2	1.631,0	6,1	18,6
Transferencias	15.473,8	16.749,5	19.221,0	8,2	14,8
Situado fiscal	4.500,0	4.250,0	5.803,0	(5,6)	36,5
Fondo de Crédito Educativo	426,0	1.062,0	575,0	149,3	(45,9)
Participaciones municipales	3.142,0	2.807,0	3.653,0	(10,7)	30,1
Pensiones	3.036,0	3.720,0	4.496,0	22,5	20,9
Otras	4.369,8	4.910,5	4.694,0	12,4	(4,4)
C. Inversión	2.254,7	2.679,0	3.232,0	18,8	20,6
Reconstrucción terremoto Eje Cafetero	325,0	467,0	142,0	43,7	(69,6)
Vivienda de interés social	0,0	150,0	171,0	n.a.	14,0
Otras	1.929,7	2.062,0	2.919,0	6,9	41,6
D. Préstamo neto	961,5	832,0	752,0	(13,5)	(9,6)
III. Ajustes de causación (B - A)	(1.260,0)	181,0	1.198,0	(114,4)	561,9
A. Rezago presupuestal	1.332,0	(144,0)	(1.233,0)	(110,8)	756,3
B. Otros	72,0	37,0	(35,0)	(48,6)	(194,6)
IV. Déficit (-) o Superávit (+) (I - II + III)	(11.450,0)	(10.080,0)	(8.102,0)	(12,0)	(19,6)
V. Financiamiento (A + B + C) 2/	11.450,0	10.080,0	8.102,0	(12,0)	(19,6)
A. Crédito externo neto	3.244,0	3.675,0	4.113,0	13,3	11,9
Desembolsos	5.102,0	5.731,0	7.812,0	12,3	36,3
Amortizaciones	1.858,0	2.056,0	3.699,0	10,7	79,9
B. Crédito interno neto	5.713,0	6.638,0	4.474,0	16,2	(32,6)
Desembolsos	12.003,0	12.006,0	12.846,0	0,0	7,0
Amortizaciones	6.290,0	5.368,0	8.372,0	(14,7)	56,0
C. Privatizaciones	87,0	748,0	0,0	759,8	(100,0)
D. Otros	2.406,0	(981,0)	(485,0)	(140,8)	(50,6)
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(7,5)	(5,8)	(4,1)	(22,6)	(29,1)

(proy.) Proyección.

n.a. No aplicable.

1/ En el año 2001 incluye ingresos por mayor gestión de la DIAN.

2/ Además de este financiamiento el gobierno asume los costos de la reestructuración del sistema financiero presentados en el Cuadro 28.

Fuente: Confis.

aumento cercano al 1,0% del PIB en el valor superávit, gracias al mejor desempeño en las finanzas de las entidades relacionadas con la actividad petrolera, que han recibido rentas extraordinarias debido al buen nivel de los precios externos del crudo. Frente a 1999, Ecopetrol registró un aumento en el superávit de 0,2% del PIB y el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP) recibió aportes adicionales por 0,5% del PIB. Con estos nuevos aportes, el saldo de los recursos ahorrados en el FAEP ascendió a \$2.509 mm. A diferencia de Ecopetrol y el FAEP, la seguridad social presentó algunos signos de deterioro que se expresaron en una disminución de 0,3% del PIB en el valor del superávit fiscal del sector. La causa más importante de este deterioro es la reducción de los aportes para las unidades de salud y pensiones, especialmente por el proceso de desafiliación observado y por la imposibilidad legal del Instituto de los Seguros Sociales para vincular nuevos usuarios a los servicios de salud.

Dos de las normas en materia fiscal aprobadas durante el año 2000 fueron la ley de reforma tributaria (Ley 633 de 2000) y la ley de saneamiento fiscal territorial (Ley 617 de 2000). Ambas normas tendrán incidencia en las finanzas nacionales y en las del sector público regional y local a partir del año 2001. En particular, la ley de reforma tributaria estableció de manera permanente el impuesto a las transacciones financieras, elevó en un punto la tarifa general del impuesto al valor agregado e introdujo algunos ajustes en la legislación tributaria, con el propósito de reducir el contrabando y los niveles de evasión. Así mismo, la ley estableció algunos incentivos para promover el desarrollo científico y tecnológico, y concedió una amnistía para los activos en moneda extranjera, poseídos en el exterior, que no hubiesen sido declarados.

Por su parte, la ley de saneamiento fiscal categorizó los departamentos y municipios del país tomando como base el número de habitantes y los ingresos corrientes de libre destinación, los cuales corresponden a la porción de las rentas no atadas a fines específicos determinados por normas anteriores. Esta ley igualmente estableció que los gastos de funcionamiento territorial deben financiarse con los

ingresos de libre destinación de acuerdo con los topes máximos que allí se definen para las diferentes categorías de los departamentos y municipios. La ley también fijó límites al gasto de funcionamiento de las asambleas, concejos, contralorías y personerías y señaló nuevas condiciones para la creación de municipios. Finalmente, mediante esta ley se permitió el otorgamiento de garantías por parte de la Nación, cuando los préstamos contraídos por las entidades territoriales con los establecimientos de crédito, tengan como propósito el desarrollo de programas de ajuste fiscal. El otorgamiento de estas garantías quedó sujeto al cumplimiento de una serie de requisitos, dentro de los que se pueden mencionar, la ejecución del programa de ajuste fiscal y la justificación de que la entidad territorial no cuenta con los recursos suficientes para realizar dicho ajuste.

2. Perspectivas fiscales para 2001

Para el año 2001 el Confis proyecta un déficit consolidado de 2,8% del PIB, el cual es inferior en 0,6% del PIB respecto al valor registrado en el año 2000. Como se observa en el Cuadro 28, esta proyección revela un ajuste cercano al 1,0% del PIB en las finanzas del sector público no financiero (SPNF) y un aumento de 0,5% del PIB en los costos de reestructuración financiera. La reducción del déficit fiscal del SPNF dependerá, en gran medida, del éxito de las reformas adoptadas durante el año 2000 y de la aprobación por parte del Congreso de la República de las reformas en estudio y de las que presente el gobierno a lo largo del año.

A nivel sectorial, se estima un déficit de 4,1% del PIB para el Gobierno Nacional Central y un superávit de 1,6% del PIB para el RSP. Frente al año 2000, estas estimaciones implican una reducción cercana a dos puntos del PIB en el tamaño del déficit del gobierno y una caída de 0,7% del PIB en el superávit del RSP. El deterioro en las finanzas del RSP está asociado a la reducción del superávit proyectado para Ecopetrol y el FAEP, el cual supone una caída en los precios externos del crudo y la disminución de los volúmenes de producción diarios, por la declinación de los campos petroleros de Cusiana y Cupiagua.

El desempeño de las finanzas del Gobierno Nacional Central en 2001 estará sujeto al éxito de la reforma tributaria aprobada a finales del año anterior, al igual que a la ejecución de las leyes expedidas y de las que vayan a expedirse con el fin de moderar el crecimiento del gasto. Por el lado de los ingresos, se proyecta un crecimiento de 30,0% en el recaudo de impuestos y una caída de 72,4% en las rentas no tributarias. El dinamismo de los ingresos por impuestos está ligado a la recuperación de la actividad económica y a los recaudos adicionales derivados de la reforma, los cuales se estiman en 1,2% del PIB anual. Los gastos registrarán un crecimiento de 13,5% en intereses, 15,1% en funcionamiento y de 20,6% en inversión. En el interior del funcionamiento, los servicios personales crecerán 15,2%, los gastos generales 18,6% y las transferencias 14,8%. El préstamo neto se proyecta en \$752 mm de los cuales se destinarán \$351 mm al pago de las compras garantizadas de energía de Corelca, y \$420 mm a préstamos para cubrir el servicio de la deuda de Urrá, Emcali y la empresa Metro de Medellín (Cuadro 29).

La financiación del déficit del Gobierno Nacional recaerá sobre los recursos del crédito. El endeudamiento externo neto ascenderá a \$4.113 mm, producto de desembolsos por \$7.812 mm y amortizaciones por \$3.699 mm. Por su parte, el endeudamiento interno neto alcanzará \$4.474 mm, que se originan en desembolsos por \$12.846 mm y amortizaciones por \$8.372 mm. Los principales instrumentos de deuda interna serán los TES con colocaciones brutas por valor de \$11.900 mm.

Dentro del conjunto de medidas necesarias para estabilizar las finanzas públicas en el mediano plazo, vale la pena mencionar el Proyecto de Acto Legislativo, que modifica el sistema de transferencias territoriales, y las reformas al sistema de pensiones y al régimen tributario departamental y municipal. El Proyecto de Acto Legislativo actualmente se encuentra sometido a consideración del Congreso de la República y su aprobación debe ser complementada con la modificación de la Ley 60 de 1993, que es la norma reglamentaria de las transferencias por situado fiscal y participaciones municipales. La reforma

pensional constituye la principal herramienta para recuperar la viabilidad financiera del sistema de seguridad social en Colombia, el cual en los últimos años ha mostrado claros signos de deterioro, especialmente por el debilitamiento del Instituto de los Seguros Sociales.

Al lado de la reforma al sistema de transferencias, el gobierno pretende impulsar un proyecto de ley que fortalezca la capacidad fiscal de las entidades territoriales. Con la aprobación de este proyecto, el gobierno quiere otorgar un mayor grado de autonomía tributaria a los departamentos y municipios y al mismo tiempo, simplificar el número de tributos y los procedimientos administrativos del régimen impositivo territorial.

3. Finanzas territoriales

Aunque no es tradicional la inclusión de un apartado sobre finanzas territoriales en el informe, en esta oportunidad se consideró necesario realizar una descripción sobre los aspectos más importantes de las finanzas subnacionales, las cuales se han desarrollado en medio de un proceso de descentralización fiscal, que ha mostrado algunas debilidades, tanto por sus efectos sobre el fisco nacional como por los problemas que ha generado en las finanzas departamentales y municipales. Esta descripción resulta particularmente oportuna en momentos en que se estudian reformas económicas que afectarán el desempeño fiscal de todos los niveles de gobierno y cuando existen expectativas sobre los resultados de la aplicación de la ley de saneamiento fiscal territorial descrita anteriormente.

Para iniciar, es necesario anotar que el déficit fiscal de los gobiernos territoriales ascendió de 0,5% del PIB en 1990 a 1,3% del PIB en 1999. Como se observa en el Cuadro 30, el deterioro fiscal de estos niveles de gobierno se hizo explícito a partir de 1996, especialmente porque los mayores ingresos provenientes de las transferencias nacionales, las regalías petroleras y las rentas propias, no fueron suficientes para compensar la expansión del gasto que generó el desarrollo de las normas sobre descentralización fiscal. Mientras los ingresos regionales y locales pasa-

CUADRO 30
SITUACIÓN FISCAL DE LOS GOBIERNOS SUBNACIONALES 1/
DÉFICIT O SUPERÁVIT COMO % DEL PIB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Ingresos totales	7,6	7,8	8,0	8,3	8,7	9,6	10,6	11,6	11,3	12,9
Tributarios	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,9
Otros	5,5	5,7	5,9	6,1	6,4	7,2	8,1	9,0	8,7	10,0
Gastos totales	8,1	8,1	8,1	8,8	9,5	9,7	11,8	12,4	12,3	14,2
Intereses	0,5	0,6	0,8	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
Servicios personales	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6	3,9	3,9	4,6	5,1
Transferencias	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Capital	2,0	2,0	2,0	2,2	2,6	2,3	3,0	3,5	2,7	3,2
Otros	1,8	1,8	1,6	2,3	2,5	2,7	3,6	3,6	3,5	4,5
Deficit (-) o Superávit (+) 2/	(0,5)	(0,3)	(0,1)	(0,5)	(0,8)	(0,1)	(1,2)	(0,8)	(1,0)	(1,3)

1/ Incluye gobiernos centrales y entidades descentralizadas.

2/ Este cálculo no incluye empresas territoriales y se basa en ejecuciones presupuestales. No coincide con el déficit correspondiente presentado en el Cuadro 28 que incluye empresas y se calcula a partir del financiamiento neto.

Fuente: Banco de la República.

ron de representar el 9,6% del PIB en 1995 al 12,9% en 1999, los gastos de operaciones efectivas en el mismo período ascendieron de 9,7% del PIB a 14,2% del PIB.

El deterioro fiscal observado en la segunda mitad de la década del año noventa tuvo expresión en los niveles de endeudamiento de varios departamentos y municipios del país. En los cuadros 31 y 32 se presentan los saldos de la deuda interna para los gobiernos centrales departamentales y los municipios capitales durante el período 1990-1999. Allí se observa el aumento generalizado en los niveles de endeudamiento departamental, especialmente en los casos del Valle, Antioquia, Cundinamarca y Santander. Así mismo, se observa una expansión significativa en el saldo de la deuda interna de ciudades como Cali, Bogotá, Medellín, Barranquilla, Cartagena, Ibagué y Manizales.

El excesivo endeudamiento ha llevado a varios gobiernos territoriales a una situación de crisis fiscal y financiera y a la adopción de severos programas de ajuste, muchos de los cuales se han desarrollado con la ayuda financiera del Gobierno Nacional, a través de lo que se conoce como planes de desempeño terri-

torial. En materia legislativa se han adoptado medidas importantes para controlar el crecimiento de la deuda, frenar el crecimiento del gasto y conformar el ahorro necesario para financiar el pasivo pensional de las entidades territoriales.

La Ley 358 de 1997 estableció límites al endeudamiento tratando de asegurar que la contratación de nueva deuda no exceda la capacidad de pago de cada entidad territorial. De acuerdo con la ley, esta capacidad de pago debe medirse como la relación entre los intereses de la deuda y el ahorro operacional, el cual corresponde a la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos de funcionamiento y transferencias. La definición precisa de este tipo de ingresos, de los intereses de la deuda y de las situaciones en que las entidades territoriales requieren autorización para contratar nueva deuda, quedó consignada en el Decreto Reglamentario 696 de 1998.

La ley de saneamiento fiscal territorial categorizó las entidades territoriales tomando como criterios la población y el valor de los ingresos corrientes de libre destinación. Así mismo, la ley estableció límites a los gastos de funcionamiento de los departamentos, municipios, concejos, asambleas, contralorías y

CUADRO 31
SALDOS DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA DE LOS DEPARTAMENTOS
(MILLONES DE PESOS)

Departamento	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Valle del Cauca	20.644	30.924	40.133	67.767	89.075	133.117	280.358	365.520	442.106	562.468
Antioquia	26.752	46.830	40.398	44.268	56.896	88.466	167.206	309.058	358.604	338.197
Cundinamarca	4.822	8.673	11.153	27.805	43.491	45.780	54.383	93.108	105.237	197.012
Santander	4.918	5.668	6.626	9.951	33.229	43.023	100.305	108.632	107.613	189.128
Atlántico	3.771	3.591	2.670	10.511	28.479	33.025	53.499	74.183	95.590	96.408
Casanare	0	0	0	3.676	924	7.023	12.223	91.950	93.178	95.622
Tolima	254	555	897	9.275	8.812	17.289	25.334	45.922	44.661	69.182
Bolívar	1.915	3.300	8.755	16.849	23.647	44.942	38.860	43.119	46.838	66.463
Huila	5.051	5.317	5.099	7.254	22.417	24.122	29.695	39.866	40.304	58.510
Córdoba	0	1.828	2.240	2.948	8.284	11.701	9.401	22.798	34.081	49.189
Risaralda	3.769	4.836	4.624	5.865	14.068	16.986	20.517	41.964	49.034	46.157
Meta	2.421	2.576	4.350	9.313	24.376	21.790	21.135	35.442	34.931	45.076
Cauca	3.037	2.943	3.890	4.738	5.681	9.129	17.581	22.815	44.509	45.021
Magdalena	0	0	5.109	6.550	8.400	8.517	16.833	22.607	33.277	44.442
La Guajira	2.094	2.209	3.520	17.532	23.795	22.590	26.354	30.902	34.594	44.212
Norte de Santander	1.604	1.748	1.778	5.001	10.468	16.291	23.708	32.079	34.672	39.034
Nariño	708	1.057	1.378	3.029	7.720	10.736	14.292	27.544	28.671	33.981
San Andrés y Providencia	0	1.100	1.724	1.576	4.955	2.616	9.620	14.475	23.551	25.693
Caldas	2.108	1.666	2.592	5.192	11.497	15.839	18.847	22.167	22.879	23.099
Cesar	633	655	1.563	4.574	8.561	12.757	19.880	22.240	22.062	22.114
Boyacá	2.013	1.823	3.163	6.728	8.546	11.157	9.681	23.260	21.658	20.859
Arauca	0	3.591	0	34.523	35.500	33.833	31.717	35.312	27.644	19.795
Putumayo	0	0	1.385	2.318	2.990	5.924	9.427	11.583	15.910	16.392
Chocó	815	792	0	0	5.011	8.424	9.757	10.542	10.445	15.113
Caquetá	24	477	265	250	1.438	2.325	3.727	6.662	10.478	11.271
Quindío	1.144	960	710	2.720	4.948	6.027	5.369	5.809	8.705	8.495
Sucre	988	1.087	2.500	4.051	4.702	6.217	5.935	5.727	6.012	5.652
Amazonas	0	0	0	0	14	153	83	2.172	3.313	2.888
Guaviare	167	92	84	488	307	560	263	295	2.432	1.979
Guainía	0	0	0	0	0	300	0	300	760	760
Vaupés	0	0	0	78	64	38	20	20	275	275
Vichada	0	0	0	0	0	0	0	0	300	225
Total	89.651	134.298	156.607	314.829	498.293	660.695	1.036.009	1.568.073	1.804.321	2.194.713

Fuente: Contraloría General de la República.

personerías, definió las condiciones para la creación de municipios y permitió la concesión de garantías por parte de la Nación para aquellos créditos contratados por las entidades territoriales, con el fin de realizar programas de ajuste fiscal.

La Ley 549 de 1999 creó el Fondo Nacional de Pensiones Territoriales (Fonpet), el cual constituye un

mecanismo de ahorro de largo plazo para atender los pasivos pensionales de las entidades territoriales. Este Fondo se alimenta con recursos de la Nación, de los departamentos, los municipios y con otro tipo de rentas definidas de manera específica en la ley. Los recursos aportados por la Nación provienen del 70,0% del recaudo del impuesto de timbre, el 10,0% del valor de las privatizaciones y

CUADRO 32
SALDOS DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA DE LOS MUNICIPIOS CAPITALES
(MILLONES DE PESOS)

Capital	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Santiago de Cali	11.519	26.019	38.778	60.504	112.817	166.827	264.305	320.976	352.395	417.647
Bogotá, D.C.	45.095	68.226	78.612	129.510	207.130	257.864	321.919	381.353	367.228	410.640
Medellín	15.209	17.198	29.021	54.597	88.080	111.971	153.854	162.914	183.084	243.664
Barranquilla	2.299	5.660	20.396	30.644	53.734	56.620	64.700	103.642	163.280	166.143
Cartagena	2.272	1.562	8.311	32.711	44.662	53.637	52.381	71.998	64.367	67.179
Ibagué	0	855	2.175	2.381	5.804	9.014	18.271	33.406	39.154	62.849
Manizales	1.395	1.577	2.280	6.754	12.817	35.313	25.179	35.403	42.362	62.544
Bucaramanga	1.793	1.718	1.919	4.567	20.529	45.649	46.238	50.903	47.486	26.244
Pereira	1.412	3.398	5.075	8.257	13.087	15.469	21.654	25.185	25.651	22.750
Valledupar	1.155	1.666	2.036	3.994	6.048	5.424	6.678	6.162	13.277	20.945
Neiva	0	0	2.040	3.487	3.387	4.485	8.648	16.943	17.875	19.402
Montería	454	501	677	2.726	5.165	5.142	11.300	11.385	15.197	17.663
Santa Marta	892	1.190	2.849	8.213	15.292	8.517	16.833	11.776	13.704	15.064
Villavicencio	610	715	868	743	3.061	8.185	7.380	19.760	14.420	14.839
Pasto	1.072	1.339	1.293	2.529	2.362	2.507	7.754	10.312	12.410	14.090
Arauca	5.424	6.726	7.222	4.967	3.691	6.653	9.577	13.520	12.539	12.293
Popayán	1.640	1.874	1.565	1.810	3.776	3.362	4.953	10.444	12.912	11.359
Tunja	847	1.048	1.800	2.287	5.166	9.026	7.911	11.130	11.124	11.109
Armenia	870	1.126	732	1.555	1.503	1.730	5.829	8.457	8.680	10.687
Sincelejo	304	351	776	1.702	4.627	4.623	5.564	4.391	9.565	9.427
Cúcuta	2.792	2.761	2.107	3.916	4.827	5.142	3.555	6.460	7.993	9.156
Florencia	103	345	1.548	2.070	2.143	2.749	3.465	4.311	6.453	7.439
Quibdó	0	0	0	0	1.902	1.643	2.264	4.264	4.163	4.217
Yopal	0	0	0	945	1.503	3.549	4.332	4.501	4.431	3.560
San José del Guaviare	0	0	0	0	627	847	1.922	3.006	3.160	2.991
Riohacha	335	410	871	2.518	2.985	3.140	5.379	5.083	4.352	2.934
Mocoa	25	25	125	195	399	423	400	1.291	1.022	1.109
Leticia	0	77	65	128	224	470	634	686	644	561
Mitú	0	0	0	0	51	185	204	204	465	449
Puerto Inírida	0	0	0	0	0	0	200	200	163	163
Puerto Carreño	0	0	0	50	50	41	34	34	34	34
Total	97.517	146.364	213.141	373.761	627.448	830.209	1.083.318	1.340.100	1.459.592	1.669.149

Fuente: Contraloría General de la República.

capitalizaciones y del 20,0% del valor de los bienes cuyo dominio se extinga a favor de la Nación.

Si bien todas estas medidas han tenido como propósito sanear las finanzas de los gobiernos subnacionales, aún se requiere un esfuerzo adicional para superar muchas de las limitaciones del actual marco normativo, las cuales afectan el comportamiento de los ingresos, los gastos y la deuda territorial. Un es-

fuerzo en esta dirección tiene más relevancia si se reconoce que, en alguna medida, el desorden fiscal actual puede estar asociado a la propia Constitución Política de 1991, y al marco legal anterior y posterior a ella, que ha propiciado una gestión inconsistente con el objetivo de estabilidad fiscal.

Para tratar de entender algunas de estas limitaciones, es necesario recordar que la Constitución Política de

1991 fortaleció el proceso de descentralización fiscal, el cual se había iniciado a mediados de la década del ochenta con la cesión a los municipios de un porcentaje del producto anual del impuesto al valor agregado. En los artículos 356 y 357 de la nueva Carta Política se estableció el marco general para la asignación de funciones entre los distintos niveles de gobierno y para la distribución de las transferencias del nivel nacional -situado fiscal y participaciones municipales- hacia las regiones. La reglamentación precisa sobre la forma en que se deben calcular, distribuir y gastar estas transferencias quedó consignada en la Ley 60 de 1993.

De acuerdo con la Constitución y la ley, mientras el situado fiscal debe cubrir de manera exclusiva los gastos de educación y salud, las participaciones municipales deben financiar diferentes tipos de actividades, como las de educación y salud, recreación y deporte, cultura y aprovechamiento del tiempo libre, entre otras. La distribución del situado fiscal se realiza tomando en consideración un criterio territorial, la demanda actual y potencial de los servicios de salud y educación y unos criterios de eficiencia fiscal y administrativa. Para la distribución territorial de las participaciones se tiene en cuenta el número de habitantes con necesidades básicas insatisfechas, el grado de pobreza relativa de las municipalidades, y una serie de criterios adicionales como población, eficiencia fiscal y administrativa y necesidades básicas insatisfechas.

En términos generales, las reformas en materia de descentralización fiscal tuvieron como objetivos básicos la desconcentración del gasto nacional y el mejoramiento de la cobertura y eficiencia en la provisión de bienes y servicios públicos. Como ya se anotó, estas reformas dieron lugar a un traslado de funciones del nivel nacional central hacia los departamentos y municipios y una modificación importante al sistema de transferencias nacionales, no solo por el aumento en el volumen de recursos cedidos por la Nación, sino por la introducción de nuevos criterios para su distribución territorial y para su uso.

Desde otro ángulo, las reformas de los años noventa no concedieron un mayor grado de autonomía regio-

nal porque no establecieron las condiciones para la generación de nuevas rentas ni le dieron libertad a los gobiernos subnacionales para manejar de manera discrecional los recursos transferidos por el gobierno. Con estas reformas, los gobiernos subnacionales debieron asumir nuevas funciones y responsabilidades de gasto sin disponer de un esquema tributario adecuado que les permitiera mejorar significativamente sus recaudos. En ese sentido, es bueno anotar que el desarrollo del proceso de descentralización no dio lugar a una revisión profunda de la legislación tributaria territorial, la cual conserva en esencia el esquema básico establecido por la Ley 14 de 1983. Este esquema se caracteriza por la existencia de un gran número de tributos con bajo potencial de recaudo y por la existencia de rentas parcialmente atadas a la financiación de actividades de gasto previamente definidas en las normas.

La destinación específica de varios impuestos ha limitado las posibilidades de mejorar el recaudo toda vez que cualquier esfuerzo por incrementar su nivel, no se refleja, de manera simultánea, en el monto de recursos de libre disposición de los gobiernos territoriales. Con la legislación vigente, los concejos y las asambleas pueden modificar las tarifas de algunos impuestos dentro de ciertos rangos definidos por la ley. Ello, sin embargo, tampoco asegura la ampliación de los niveles de recaudo debido a los inconvenientes técnicos derivados del aumento generalizado de las tarifas impositivas y a las presiones de grupos de interés que obstaculizan la adopción de este tipo de políticas.

Las limitaciones que el esquema impone a la generación de nuevos ingresos, conjuntamente con la existencia de rentas y transferencias atadas, ha llevado a que los gobiernos subnacionales desarrollen una carrera de endeudamiento, que se favorece por el diseño de planes de ayuda o de rescate financiero por parte del Gobierno Nacional. En un contexto en el que el Gobierno Nacional acude de manera frecuente al rescate financiero de las entidades en crisis es bastante probable que se desarrolle un proceso de endeudamiento generalizado que no es producto de un manejo fiscal responsable por parte de las autoridades regionales y locales.

Desde el punto de vista de las finanzas nacionales, la profundización del proceso de descentralización significó una pérdida de control sobre los ingresos del Gobierno Central, puesto que la Constitución y la ley ataron el monto de las transferencias regionales a las rentas corrientes de la Nación. En un esquema como este cualquier esfuerzo en materia tributaria necesariamente conlleva la creación de nuevo gasto, haciendo que las políticas de ajuste fiscal basadas en aumentos en los ingresos resulten poco efectivas en la práctica para estabilizar las finanzas.

Con relación a la distribución de competencias y responsabilidades de gasto, las reformas sobre descentralización no condujeron a que el Gobierno Nacional se liberara de compromisos de gasto regional diferentes a las transferencias. Tanto en el presupuesto de funcionamiento como en el de inversión se continuaron incluyendo partidas para atender gasto regional. En un trabajo reciente del Banco de la República²⁶, se mostró cómo a lo largo de la década del noventa el presupuesto de inversión del gobierno experimentó un proceso de atomización que es reflejo de la duplicidad de funciones de gasto entre el Gobierno Central y las regiones. Para tomar una idea de la dimensión de este proceso, basta señalar que en el año 1998, el 82,0% de los proyectos incluidos en el presupuesto de inversión eran partidas destinadas a financiar gasto de tipo regional.

Para finalizar, es bueno destacar los esfuerzos recientes que se han hecho en materia legislativa para tratar de adecuar las normas que afectan las finanzas públicas a los retos que impone el proceso de descentralización fiscal. No obstante, es preciso reconocer que aún falta mucho por hacer, especialmente en lo relativo al régimen tributario territorial, el cual debe enmendarse teniendo en cuenta las limitaciones de la legislación vigente y la necesidad de acomodar las normas a un sistema fiscal descentralizado. En materia de gasto, la modificación de la Ley 60 de 1993

debe conducir a una revisión cuidadosa de los criterios que sirven de base para realizar la distribución territorial y el uso de las transferencias nacionales. Así mismo, la revisión de esta ley debe conducir a la definición precisa de las competencias de cada uno de los niveles de gobierno para evitar los problemas asociados a la duplicidad de funciones que se observaron a lo largo de la década anterior.

F. PROGRESO EN EL PROGRAMA DE AJUSTE

Como se ha venido mencionando en los anteriores informes, el gobierno dentro de su estrategia de ajuste y recuperación de la economía acordó un programa macroeconómico con el Fondo Monetario Internacional, el cual se basa en mantener una disciplina monetaria, una reestructuración del sistema financiero, una reducción del déficit fiscal y una política de financiamiento externo compatible con el ajuste macroeconómico. Para cumplir con estos objetivos y garantizar el cumplimiento del programa se diseñaron unos criterios de desempeño trimestrales sobre i) las reservas internacionales netas (RIN); ii) los activos domésticos netos (ADN) del Banco de la República; iii) el balance global del sector público consolidado, y iv) los desembolsos netos de deuda externa de corto, mediano y largo plazo del sector público.

Como se puede observar en el Cuadro 33, la política macroeconómica anteriormente descrita ha permitido cumplir con los criterios de desempeño en lo corrido del programa. Es de resaltar que el programa considera cierta flexibilidad sobre los límites de las variables mencionadas, a través de ajustes que se pueden aplicar en circunstancias especiales. En particular, en el Cuadro 33 se presentan los criterios de desempeño trimestral originalmente definidos en el programa macroeconómico y los resultados observados con cifras disponibles hasta el mes de diciembre de 2000.

²⁶ Iregui, A. M.; Ramos, J. E.; Saavedra, L. A. (2001). "Análisis de la descentralización fiscal en Colombia", documento de trabajo, Banco de la República, SGEE.

En el año 2000 se cumplió con todas las metas fijadas en el acuerdo macroeconómico. El límite mínimo de las RIN, sin aplicar ajustes, se superó en todos los trimestres con excepción de junio, en donde el nivel observado de reservas superó el límite mínimo una vez aplicados los ajustes. En cuanto al criterio de desempeño de los ADN, que establece un tope máximo para los mismos, éste se cumplió para los meses de marzo, septiembre y diciembre sin aplicar los ajustes. En el mes de junio, el valor de los ADN se ubicó por debajo del tope correspondiente una vez aplicados los ajustes.

Respecto al criterio de desempeño del déficit del sector público consolidado, que establece un tope máximo para el déficit acumulado en cada trimestre, se observa que en todos los trimestres el valor de dicho déficit fue inferior al tope establecido en el acuerdo.

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

CUADRO 33

CRITERIOS DE CUMPLIMIENTO DEL PROGRAMA CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

	Diciembre 31 de 1999			Marzo 31 de 2000		
	Programa	Observed	Diferencia	Programa	Observed	Diferencia
	FMI (a)	vado (b)	rencia (b) - (a)	FMI (a)	vado (b)	rencia (b) - (a)
Nivel mínimo						
Reservas internacionales netas (RIN) (Millones de dólares)	7.850	8.116	266	8.150	8.254	104
Nivel mínimo ajustado						
Reservas internacionales netas (RIN) (Millones de dólares) 1/	7.850	8.116	266	7.551	8.254	703
Nivel máximo						
Activos domésticos netos (ADN) (Miles de millones de pesos)	(7.650)	(6.898)	752 3/	(8.950)	(9.789)	(839)
Nivel máximo ajustado						
Activos domésticos netos (ADN) (Miles de millones de pesos)	(7.650)	(6.898)	752	(7.722)	(9.789)	(2.067)
Nivel mínimo						
Balance del sector público consolidado desde el 1 de enero de 1999 (Miles de millones de pesos)	(9.150)	(8.271)	879	(11.550)	(7.366)	4.657
Nivel máximo						
Desembolsos netos acumulados de deuda externa de corto plazo del sector público desde el 1 de enero de 1999 (Millones de dólares)	382	368	(14)	70	56	(382)
Nivel máximo						
Desembolsos netos acumulados de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público desde el 1 de enero de 1999 (Millones de dólares)	2.450	1.766	(684)	2.600	2.355	(309)
Nivel máximo ajustado						
Desembolsos netos acumulados de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público desde el 1 de enero de 1999 (Millones de dólares)	2.450	1.766	(684)	2.793	2.355	(438)

1/ No incluye el ajuste por desempeño de 1999.

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

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

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

Junio 30 de 2000			Septiembre 30 de 2000			Diciembre 30 de 2000		
Programa	Observed	Difference	Programa	Observed	Difference	Programa	Observed	Difference
FMI	(b)	(b) - (a)	FMI	(b)	(b) - (a)	FMI	(b)	(b) - (a)
(a)	(b)	(b) - (a)	(a)	(b)	(b) - (a)	(a)	(b)	(b) - (a)
8.350	8.335	(15)	8.250	8.496	246	8.570	8.822	252
7.450	8.335	885	7.350	8.496	1.146	7.670	8.822	1.152 2/
(9.050)	(8.718)	332 3/	(8.500)	(9.543)	(1.043)	(7.100)	(7.374)	(274)
(7.205)	(8.718)	(1.513)	(6.655)	(9.543)	(2.888)	(5.255)	(7.374)	(2.119)
(13.300)	(8.632)	4.668	(13.700)	(9.073)	4.627	(14.550)	(14.133)	417
70	56	(14)	70	2	(68)	70	0	(70)
2.750	2.247	(503)	3.200	2.587	(613)	3.500	2.958	(542)
3.383	2.247	(1.136)	4.318	2.587	(1.731)	4.893	2.958	(1.934)

IV

RESULTADOS DE LA INFLACIÓN Y TENDENCIAS BÁSICAS

A. CONSIDERACIONES GENERALES

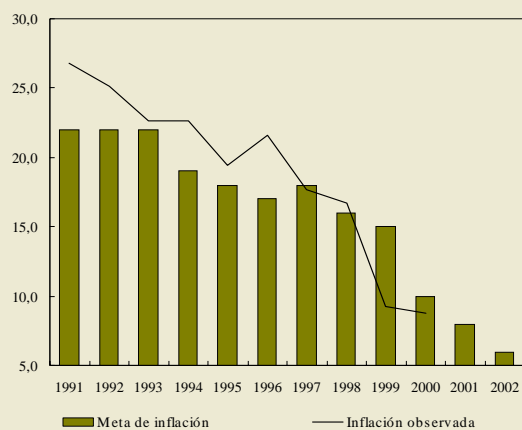
La inflación anual al consumidor para diciembre de 2000 fue de 8,7%, por debajo de la meta de inflación del 10,0% establecida por el Banco de la República para ese año. Con la cifra del año 2000 se completan cuatro años consecutivos con una inflación observada muy cerca o por debajo de la meta de inflación definida por las autoridades monetarias. De igual manera, con esta cifra se cumple una década de reducción prácticamente ininterrumpida de la inflación en Colombia desde niveles cercanos al 30,0% a niveles inferiores al 10,0% (Gráfico 51). De hecho, con el desempeño de los precios durante el año pasado se puede afirmar que el país consolidó las ganancias en materia de reducción de la in-

flación que se habían logrado en 1999 y dejó de formar parte de la lista de economías con inflaciones altas.

La consolidación de la inflación de un dígito en el año 2000, y la reducción de su nivel frente a 1999 (9,2%) resulta particularmente importante si se tiene en cuenta que se dio en un contexto de recuperación económica. Esto fue posible gracias a la definición de una política monetaria prudente que siempre tuvo como objetivo lograr la estabilidad de precios y permitir el cumplimiento de la meta de inflación, pero cuidándose de facilitar la recuperación de la economía. Como se mencionó extensamente en el capítulo sobre la política macroeconómica, la estrategia monetaria se sustentó en el sostenimiento de una tasa de interés de intervención compatible con el crecimiento, pero que igualmente tenía en cuenta su efecto sobre los precios y la evolución de las condiciones externas. La estrategia igualmente supuso la definición de metas de expansión monetaria que tuvieran en cuenta los efectos del impuesto a las transacciones sobre la demanda de efectivo y cuentas corrientes. De esta forma, se logró mantener a lo largo del año unas tasas de interés reales de mercado positivas, pero que en el caso de las tasas pasivas fueron inferiores a los niveles históricos promedio.

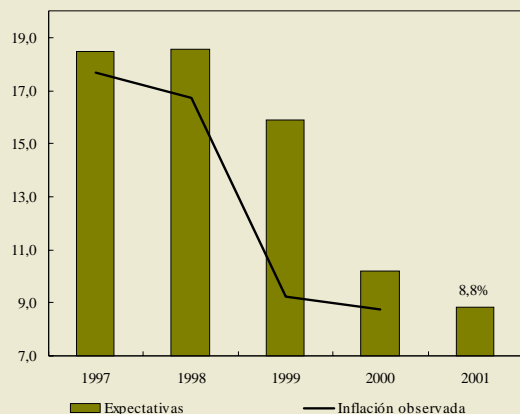
La reducción de las expectativas de inflación fue un factor importante que facilitó la mayor estabilidad de precios en un ambiente de crecimiento. Esta reducción se ha dado paulatinamente y a la par con la disminución de la inflación como lo señalan los resultados de la encuesta de expectativas que realiza el Banco de la República trimestralmente (Gráfico 52). Si bien la reducción de las expectativas no ha condu-

GRÁFICO 51
INFLACIÓN OBSERVADA Y META DE INFLACIÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE y Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 52
INFLACIÓN OBSERVADA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
REGISTRADAS EN EL PRIMER SEMESTRE DE CADA AÑO
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

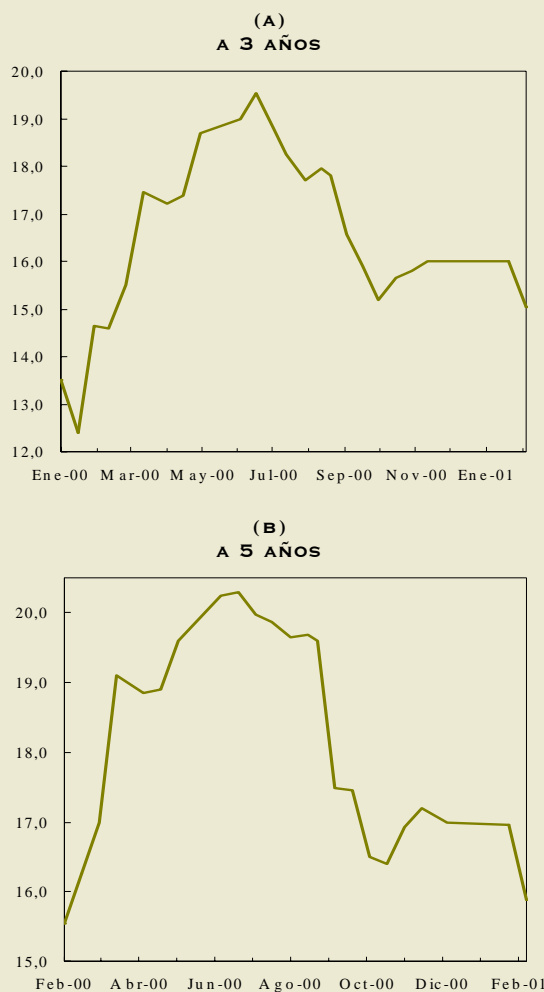
cido a un desmonte total de los mecanismos de indexación, los cuales en algunos casos como el de los reajustes de salarios del sector público han resultado fortalecidos por recientes fallos de la Corte, sí ha permitido que estos tengan cada vez más en cuenta las metas de inflación establecidas por la autoridad monetaria.

La reducción de las expectativas de inflación está permitiendo que surja un círculo virtuoso entre ellas y la inflación observada que facilita el cumplimiento de las metas y aumenta la credibilidad de la política monetaria. Este círculo virtuoso permite reducir el costo de corto plazo en materia de crecimiento que eventualmente acarrearán las estrategias de desinflación y que surge cuando éstas no son correctamente anticipadas por los mercados o carecen de credibilidad ante ellos y por lo tanto no conducen a moderación en los reajustes en precios acordes con las intenciones de la política monetaria.

En los últimos meses se han empezado a ver los resultados positivos de la reducción de la inflación y sus expectativas en la forma de menores costos de endeudamiento para el sector público. En efecto, la mayor estabilidad de precios ha propiciado la disminución de la tasa de interés de los títulos TES a diferentes plazos desde mediados del año pasado, que de

mantenerse se traducirá en un alivio importante en los gastos del Gobierno Central por concepto de menor servicio de la deuda (gráficos 53 A y B). Cálculos preliminares indican que para el saldo actual de deuda en TES (alrededor de \$30.000 mm), una reducción de un punto porcentual en la tasa de los TES a diferentes plazos libera recursos por el orden de \$300 mm del presupuesto del Gobierno Nacional. Junto con el anterior resultado, conviene también resaltar el ambiente favorable a la inversión que generan las menores expectativas de inflación, pues permiten reducir los niveles de incertidumbre y los problemas de información asociados con el proceso de fijación de precios.

GRÁFICO 53
TASA CORTE DE TES
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

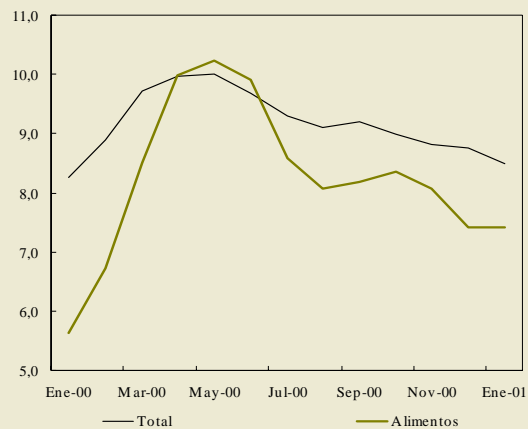
B. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR E INFLACIÓN BÁSICA

En términos generales, el comportamiento de la inflación durante el año 2000 estuvo dentro de lo previsto por el Banco de la República. Tal y como fue anticipado en el Informe al Congreso de julio de 2000, el comportamiento cíclico de la oferta de alimentos hizo que la inflación al consumidor exhibiera una tendencia ascendente durante el primer semestre del año que luego se revirtió en el segundo semestre.

El repunte de los precios a comienzos de año obedecía a un choque de oferta originado en la reducción transitoria de la producción de alimentos primarios que debía revertirse hacia finales de año. Con la recuperación de la oferta agrícola a partir de mayo, los precios de los alimentos retornaron a sus niveles normales contribuyendo a la desaceleración de la inflación en el segundo semestre. Para finales de año, la variación anual del precio de los alimentos fue de 7,4%, inferior a la que se observó en mayo (10,2%). Si de este grupo se excluyen las comidas fuera del hogar, cuyos precios suelen depender más de la demanda que de la oferta, la reducción en la variación de los precios de alimentos entre el primero y el segundo semestres es mucho mayor, pues esta pasa de 12,2% en mayo a sólo 8,1% en diciembre de 2000 (Gráfico 54).

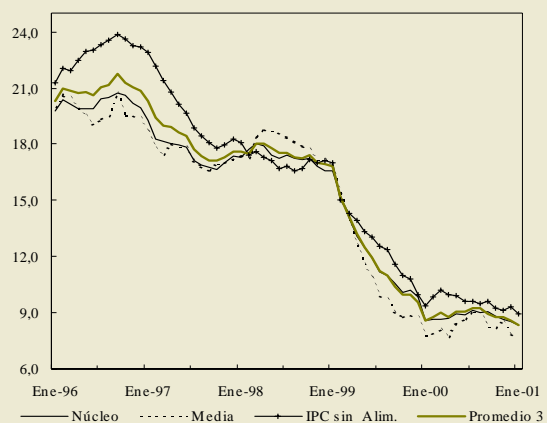
Con la normalización de los precios de los alimentos, la inflación retomó la tendencia decreciente que ha venido exhibiendo desde hace varios años y que ha estado estrechamente ligada a la estrategia de política monetaria. La inflación básica que mide aquel componente de la variación de precios que es atribuible a la política monetaria, mantuvo una tendencia descendente prácticamente ininterrumpida a juzgar por la evolución de los indicadores utilizados por el Banco. La inflación básica, medida como el promedio de los tres indicadores más confiables fue de 8,6% en diciembre de 2000, inferior a la registrada en diciembre de 1999 (9,5%) y en junio de 2000 (9,0%) (Gráfico 55).

GRÁFICO 54
VARIACIÓN ANUAL DEL IPC Y DEL IPC DE ALIMENTOS
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 55
INFLACIÓN BÁSICA
(VARIACIÓN % ANUAL)



Fuente: Banco de la República - SGEE.

Además del buen comportamiento de los precios de los alimentos, la desaceleración de la inflación durante el segundo semestre continuó siendo posible gracias al muy buen desempeño de precios determinados fundamentalmente por condiciones de demanda y que tienen una importante participación en la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC), como son arriendos, vestuario y servicios profesionales de salud, entre otros. El caso de arriendos ha sido particularmente notable, pues por segundo año

consecutivo los reajustes de este rubro se han efectuado a tasas inferiores a la inflación y han mantenido una tendencia decreciente ininterrumpida. En particular, a diciembre, la variación anual de precios de los arriendos ascendió 2,6%, la menor registrada en por lo menos dos décadas. En el caso de vestuario, a diciembre la variación anual de precios también siguió siendo muy baja como ha venido sucediendo en los últimos años, aunque debe señalarse que exhibió una leve tendencia ascendente a partir de junio. Por último, los servicios profesionales para la salud mostraron reajustes en precios cercanos al 7,0% para diciembre, no muy diferentes a los observados a lo largo del año (Gráfico 56).

Otros grupos de la canasta familiar cuyos precios también están estrechamente relacionados con la evolución de la demanda y los ingresos, redujeron ligeramente su impacto inflacionario durante el segundo semestre del año, aunque a diciembre todavía presentaban variaciones anuales superiores a la inflación al consumidor. Tal es el caso de la educación, la cual exhibió una variación anual de precios en diciembre de 9,4%, inferior a la observada en junio (9,7%) y en diciembre de 1999 (12,4%). Dentro del grupo de educación, la reducción en la variación de precios del rubro de instrucción y enseñanza (matrículas y pensiones fundamentalmente) fue incluso mayor,

siendo de 8,7% en diciembre de 2000 frente a 13,3% un año atrás. Durante el año 2000 este rubro registró por primera vez, en los últimos 10 años, variaciones en precios menores que la inflación del IPC y, aún más importante, variaciones menores que la inflación del año anterior (Gráfico 56).

Durante el segundo semestre de 2000, tres factores ejercieron una presión alcista sobre la inflación al consumidor. Los dos primeros -el alza en el precio de los combustibles y el desmonte de los subsidios a los servicios públicos- también se presentaron durante el primer semestre del año y corresponden a choques de oferta que se escapan de la influencia de la política monetaria en el corto plazo. El tercero hace referencia a la devaluación.

El alza en el precio de los combustibles como consecuencia del repunte del precio internacional del petróleo durante el primer semestre del año se extendió hasta diciembre a pesar de que el precio internacional del crudo no registró ganancias importantes en la segunda mitad del año. Esto se debe a que la fórmula que determina el precio doméstico de la gasolina está atada al precio internacional con un rezago amplio. Esta circunstancia, unida a reajustes de los precios en los pasajes del transporte urbano explica la variación anual en los precios del grupo de transporte a diciembre de 16,2%, la cual, sin embargo, es menor que la registrada en junio de 2000 (18,4%) y en diciembre de 1999 (18,7%) (Gráfico 57).

En cuanto a los servicios públicos, el desmonte de subsidios produjo una variación anual de precios significativamente superior a la inflación al consumidor a lo largo de todo el año 2000, incluido el segundo semestre. Para diciembre, ésta ascendió a 25,0%, superior a la observada en diciembre de 1999. Los reajustes fueron importantes para todos los servicios públicos, aunque en el caso de gas tuvo mayor incidencia el incremento en el precio internacional de los combustibles que el desmonte de los subsidios.

Respecto a la devaluación, su efecto se ha hecho sentir sobre los precios al consumidor durante todo el año aunque de manera moderada. Si bien durante

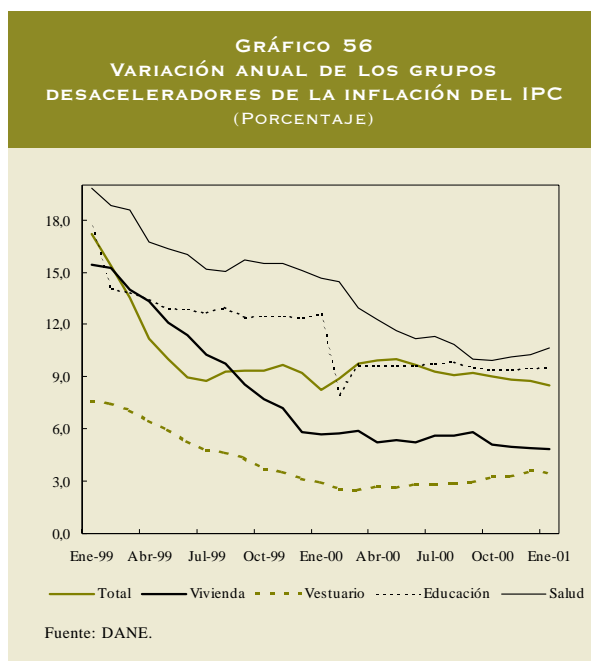
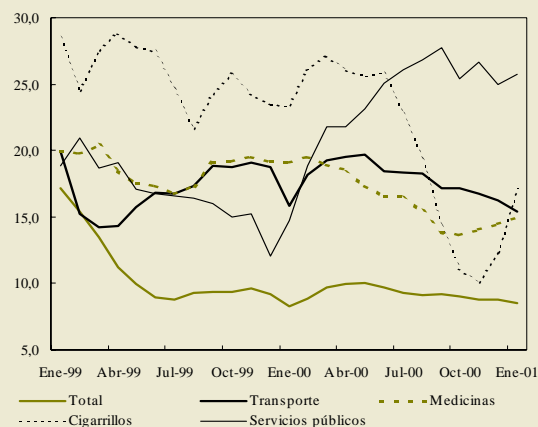


GRÁFICO 57
VARIACIÓN ANUAL DE ALGUNOS GRUPOS
Y ACELERADORES DE LA INFLACIÓN DEL IPC
(PORCENTAJE)

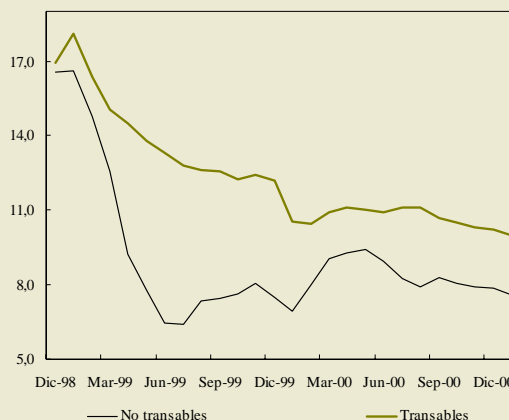


Fuente: DANE.

el segundo semestre se presentó una menor devaluación que en el primero, ésta siguió siendo importante como para incidir en los precios al consumidor, en especial a través de su impacto sobre los bienes transables. A esta última circunstancia se suma el hecho de que la devaluación acumulada en los dos últimos años ha sido considerable, lo que unido a la recuperación de la demanda, hace que los empresarios estén más propensos a reajustar precios para compensar los mayores costos de insumos importados y de esta forma mejorar sus márgenes de ganancia. Este fenómeno explica en parte por qué la variación anual de los precios de los transables se mantuvo por encima de la inflación total durante todo el año, situándose en diciembre en 10,2% (Gráfico 58). En particular, la devaluación del año 2000 puede estar explicando en buena parte los reajustes superiores a la inflación en los precios de bienes como medicinas, productos de aseo personal y cigarrillos, entre otros.

Finalmente, conviene señalar que el precio de servicios financieros, que jalonó fuertemente el IPC desde finales de 1999 y a comienzos de 2000, no sufrió repuntes adicionales en el segundo semestre. Aún así, la variación anual a diciembre fue considerable (22,2%) por cuenta de los fuertes reajustes del primer trimestre. En parte, debido a estos precios, y en parte, por el regular desempeño de rubros como

GRÁFICO 58
VARIACIÓN ANUAL DE PRECIOS DE BIENES TRANSABLES
Y NO TRANSABLES DE LA CANASTA DEL IPC
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República - SGEE.

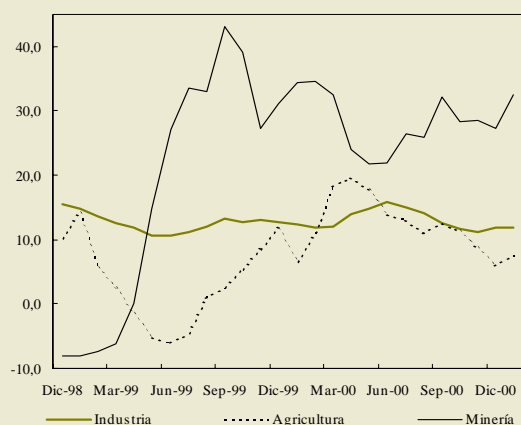
cigarrillos y productos de aseo personal, el grupo de otros gastos exhibió una variación anual en precios importante en diciembre (15,2%) y no muy diferente de la que se observó en 1999, aunque sí con una tendencia ligeramente descendente.

C. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

En la evolución de la inflación medida por el Índice de Precios del Productor (IPP) durante el año 2000 se pueden identificar dos etapas (Gráfico 59). Entre enero y junio la inflación al productor mantuvo la tendencia creciente que se inició a mediados de 1999. En la primera mitad del año 2000 el incremento fue de cinco puntos porcentuales y, al igual que sucedió con la inflación al consumidor en este período, estuvo asociado con los choques de oferta agrícola y el repunte en el precio internacional de los combustibles. Así mismo, durante este período también fue importante el efecto de la devaluación, en especial sobre los precios de los bienes importados. Al respecto, conviene señalar que por su naturaleza, el IPP suele ser más sensible a la devaluación que el IPC.

Para el segundo semestre, las presiones inflacionarias originadas en los precios de los alimentos, los com-

GRÁFICO 59
ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR,
SEGÚN DESTINO ECONÓMICO
 (VARIACIÓN % ANUAL)



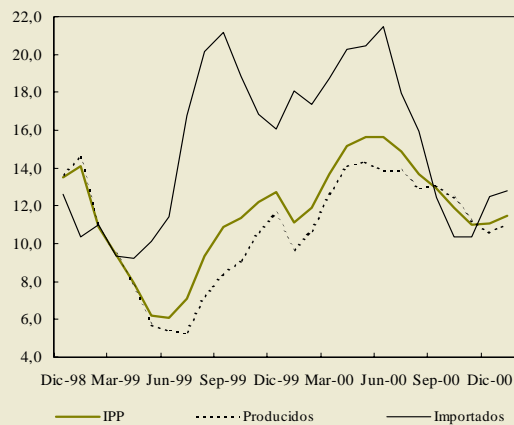
Fuente: Banco de la República.

bustibles y la devaluación se moderaron significativamente permitiendo que la inflación al productor recuperase el terreno perdido en el primer semestre. Para diciembre, la inflación anual al productor fue de 11,0%, inferior a la de junio de 2000 (15,6%) y a la de diciembre de 1999 (12,7%).

El efecto que ha tenido la devaluación sobre el IPP en el año 2000 se puede apreciar mejor analizando el comportamiento de los precios de los bienes importados en comparación con el de los precios de los bienes producidos y consumidos (Gráfico 59). Durante la primera mitad del año, los precios de los bienes importados exhibieron variaciones muy superiores a la inflación al productor y acordes con la tasa de devaluación anual. A partir de julio, con la reducción en el ritmo de devaluación anual y la caída de los precios internacionales de los bienes importados, se desacelera la inflación de este grupo y sólo con el repunte del dólar a finales de año vuelven a manifestarse síntomas de aceleración que se han mantenido a comienzos de 2001.

En cuanto al papel que jugaron los precios de los combustibles y de los precios agrícolas en la inflación al productor, éste se puede apreciar analizando la evolución de los diferentes componentes del IPP por destino económico (Gráfico 60). El IPP de mi-

GRÁFICO 60
ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR,
SEGÚN PROCEDENCIA
 (VARIACIÓN % ANUAL)



Fuente: Banco de la República.

nería, que en buena parte recoge el comportamiento del precio de los combustibles, se reajustó a tasas anuales superiores al 20,0% durante todo el año 2000 y finalizó el año con una variación anual de 27,3%. Las fluctuaciones que exhibe este subíndice a lo largo del año obedecen tanto a las fluctuaciones en el precio del petróleo como al comportamiento de la devaluación. En cuanto a la variación anual del IPP agrícola, esta alcanzó un máximo de 19,6% en abril y a partir de este mes se redujo paulatinamente hasta diciembre cuando se situó en 6,0%.

Por último, la incidencia de los factores de demanda sobre los precios al productor se puede determinar a través de la evolución del IPP de la industria, el cual exhibió una tendencia decreciente a partir de junio de 2000 y en diciembre fue de 11,9%. En general, los precios de este tipo de bienes han registrado mayor estabilidad que los de origen agrícola y minero, lo cual se explica porque generalmente pesan más en su determinación factores de demanda que de oferta. En este sentido, vale la pena señalar que los más bajos niveles de inflación para los bienes industriales, en especial durante el segundo semestre del año, también sugieren que los factores de demanda tuvieron poca incidencia en la inflación al productor en comparación con los otros grupos (Gráfico 60).

D. PERSPECTIVAS PARA EL AÑO 2001

En el Informe sobre Inflación de diciembre de 2000 el Banco de la República dio a conocer sus proyecciones de inflación para este año y el próximo. De acuerdo con ellas, existe una alta probabilidad de alcanzar la meta del 8% en el 2001, siendo además viable la meta del 6% para el 2002. Igualmente, se espera que la inflación básica mantenga su tendencia decreciente y que a finales del presente año se sitúe por debajo de la meta de inflación del 8,0%.

El comportamiento de la inflación al consumidor durante el primer mes del año ratifica las previsiones del Banco. En efecto, en enero la inflación anual se redujo nuevamente y se situó en 8,5%. Durante este mes, los precios de rubros como arrendamiento, vestuario y servicios de salud entre otros, siguieron ajustándose a tasas muy bajas lo que facilitó la reducción de la inflación. De igual manera, los precios de los servicios financieros exhibieron ajustes mucho menores que los observados en igual período del año anterior. Estos hechos señalan que la demanda actual se está atendiendo cómodamente por los oferentes en los diferentes mercados y que todavía no se perciben cuellos de botella en la producción que puedan desencadenar alzas de consideración en los precios.

De hecho, salvo para contados sectores que atienden la demanda externa, durante el presente año no se prevén presiones inflacionarias de demanda importantes. De acuerdo con los indicadores de utilización de capacidad instalada para la industria, en la actualidad la mayoría de ramas productivas de este sector cuenta con suficiente capacidad instalada sin utilizar que les debe permitir atender la expansión de la demanda en el año 2001 sin mayores contratiempos. En esta misma dirección apunta el hecho de que la producción de la mayoría de los sectores productivos en 2000 todavía era inferior a la alcanzada en varios años de la década del noventa.

Pese a lo anterior, a comienzos de año es posible identificar circunstancias que podrían generar presiones alcistas en los precios. La primera de ellas guarda relación con los efectos que podría tener una devaluación mayor que la prevista. El cumplimiento de la meta del 8% para este año y del 6% para el próximo suponen una relativa estabilidad cambiaria en 2001 que permitiría mantener el actual nivel del tipo de cambio real. Sin embargo, una devaluación real adicional motivada por circunstancias externas o por problemas de seguridad interna, podría trasladarse a los precios de manera más rápida y completa que en años anteriores al darse en un momento de mayor dinamismo de la demanda.

Otro factor que podría frenar la caída de la inflación tiene que ver con el comportamiento de la oferta agrícola. El muy buen desempeño de los precios del sector en el segundo semestre del año anterior unido a factores climáticos podrían conjugarse para afectar la oferta de alimentos y presionar al alza sus precios en los próximos meses. En enero se presentaron algunos indicios en tal sentido, con incrementos significativos en precios de bienes de consumo primario importantes en la canasta de los consumidores como la papa, la leche y la carne.

En tercer lugar, durante 2001 se mantendrá la presión sobre la inflación al consumidor originada en el desmonte de los subsidios de servicios públicos. Puesto que para este año se esperan desmontes en los subsidios de orden similar a los que se presentaron el año pasado, los precios de estos rubros deberán sufrir reajustes muy superiores a la meta de inflación.

Por último, el precio de los combustibles seguirá reajustándose a tasas superiores a la meta de 8% durante buena parte del año, incluso si se confirman las expectativas de un menor precio internacional para 2001. Esto, por cuanto el incremento del precio internacional y la devaluación del año pasado todavía no se han trasladado plenamente al precio doméstico, dado el rezago con el que se fija este último respecto a los precios externos.

INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Entre 1973 y 1998 Colombia mantuvo niveles de inflación moderada (entre 16,0% y 33,0%) lo que hizo que fuera considerado por la literatura económica como “el país de inflación moderada por excelencia”¹.

Lo anterior no pasaría de ser un récord adicional para Colombia si no fuera por el hecho, demostrado empíricamente por diversos trabajos (Uribe 1994²; Partow 1994³; Ma 1998)⁴, que de haber mantenido dichos niveles de inflación, aunque fueran bastante estables, afectó negativamente el crecimiento económico en el país durante dicho período.

Para ilustrar de una manera sencilla la relación que existe entre inflación y crecimiento económico, en el Gráfico 1 se muestran la tasa de crecimiento promedio (eje horizontal) y la inflación promedio (eje vertical) así como la línea de regresión que mejor ajustaría la relación entre estas dos variables, para cada uno de los países que conforman los dos grupos que se presentan: uno de ingresos medios (en su mayoría países de América Latina) y el otro de ingresos bajos (países en su mayoría africanos y del sudeste asiático). Como se observa, la línea de regresión indica una clara correlación negativa entre estas dos variables. Igual relación se obtiene para Colombia durante el período 1954-1999 (Gráfico 2).

La evidencia empírica sugiere que las economías tienen un mejor desempeño económico, en términos de crecimiento⁵, empleo y calidad de vida, en ambientes de baja inflación que en aquellos en los cuales las tasas de inflación son altas y persistentes. Son varios los canales que ha identificado esta literatura para explicar la vía por la cual la inflación afecta el crecimiento económico. A continuación se resumen algunos.

GRÁFICO 1
RELACIÓN ENTRE CRECIMIENTO E INFLACIÓN POR
GRUPO DE PAÍSES, 1960-1995

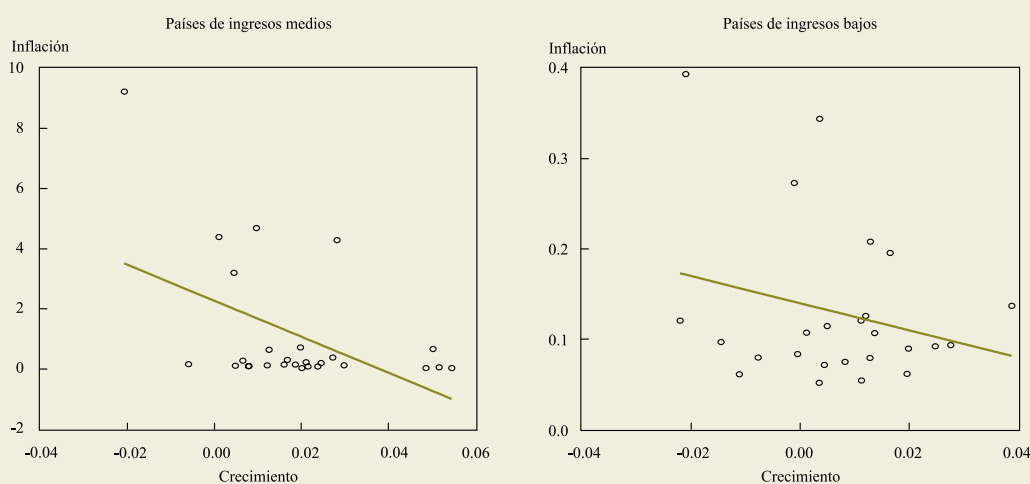


GRÁFICO 2
RELACIÓN ENTRE CRECIMIENTO E INFLACIÓN EN COLOMBIA,
1954-1999



El primero de ellos es la distorsión de la información contenida en el sistema de precios relativos. Este canal se basa en la observación empírica en la cual un mayor nivel de inflación va unido a una mayor variabilidad en los precios relativos⁶. Esto quiere decir que no todos los precios de los productos que componen la canasta del IPC varían en la misma magnitud. Así, por ejemplo, si la inflación a diciembre de 2000 fue de 8,75%, ello no implica necesariamente que todos los productos que componen la canasta del IPC aumentaron en esta misma magnitud. De hecho, si así fuera, la inflación no ocasionaría problemas por este canal. Pero, como es más frecuente en situaciones de alta inflación, si los agentes no logran percibir los cambios en los precios relativos de forma correcta (es decir, no logran percibir cuánto cambió el precio de un bien respecto a otro o a una canasta de referencia), las decisiones que tomen, en cuanto a la asignación de los recursos, no serán óptimas y por lo tanto, el desempeño económico no será el mejor que podría alcanzarse.

En un segundo canal, mientras mayor sea la inflación, mayor será la incertidumbre sobre el nivel futuro de esta variable. Dado que los agentes toman decisiones de consumo e inversión de manera permanente, basados en las rentabilidades reales esperadas, la incertidumbre que existe en ambientes inflacionarios sobre la rentabilidad o los pagos reales desincentiva la inversión destinada a fines productivos al mismo tiempo que promueve actividades especulativas.

Un tercer canal, que combina elementos de los dos anteriores, es el de la inestabilidad financiera. En la medida en que los bancos y los inversionistas tomen decisiones basados en proyecciones de precios de activos (vivienda, bienes de capital, etc.) que incorporen demasiada incertidumbre, la asignación de los activos financieros de la economía no será la adecuada y con una alta probabilidad existirán problemas (desequilibrios) en el mercado financiero. Adicionalmente, en la medida en que la incertidumbre existente sobre la inflación futura sea mayor, los agentes (inversionistas) exigirán una prima de riesgo adicional sobre la tasa de interés que los cubra del riesgo de obtener rendimientos reales (ex-post) menores que los esperados al momento de hacer el contrato.

En resumen, las economías con niveles de inflación altos se caracterizan por tener mayores niveles de incertidumbre sobre la evolución futura de la rentabilidad, los salarios y los pagos reales y por ello existe una mayor probabilidad de que los agentes cometan errores al decidir dónde asignan los recursos productivos.

Dado que la inflación en el largo plazo es un fenómeno monetario y que niveles altos y persistentes de esta variable afectan el crecimiento económico, la máxima contribución que el banco central puede hacer al crecimiento económico de largo plazo es mantener la tasa de inflación en niveles bajos y estables.

-
- ¹ Dornbusch, R.; Fisher, S. (1992). "Inflación Moderada", *Ensayos sobre política económica*, No. 21, Banco de la República, junio.
- ² Uribe, José D. (1994). "Inflación y crecimiento económico en Colombia: 1951-1992", Borradores Semanales de Economía, *Banco de la República*.
- ³ Partow, Z. (1994). "Investigación empírica sobre el impacto de la inflación en el crecimiento económico colombiano", *Ensayos sobre política económica*, No. 26, Banco de la República, diciembre.
- ⁴ Ma, H. (1998). "Inflation, Uncertainty, and Growth in Colombia", *IMF*, Working Paper, No. 161, noviembre.
- ⁵ Véase Barro, R. (1997). *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*, MIT Press.
- ⁶ El precio de un bien definido en términos del precio de otro bien o del precio de una canasta de bienes.

RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. RESERVAS INTERNACIONALES

1. Saldo de las reservas internacionales

Al finalizar el año 2000, las reservas internacionales netas²⁷ alcanzaron un monto de US\$9,004.1 m, con un crecimiento de US\$903.0 m frente al saldo obtenido el año anterior. Las reservas internacionales están constituidas principalmente por inversiones financieras, US\$8,083.2 m, que corresponden a depósitos y títulos valores en el exterior. El saldo restante está distribuido en posición de reservas en el Fondo Monetario Internacional y el Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$638.2 m; derechos especiales de giro (DEG), US\$135.7 m, y oro, disponibilidades en caja, pesos andinos y saldos positivos de convenios internacionales US\$149.1 m. De otra parte, los pasivos externos a corto plazo fueron de US\$2.0 m (Cuadro 34).

2. Criterios de administración

Los criterios de administración definidos por el Banco de la República para el manejo de las reservas internacionales son principalmente tres: seguridad, liquidez y rentabilidad. Obedeciendo estos criterios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario y parte de ellas se mantiene como capital de trabajo, garantizando su disponibilidad in-

mediata. En el año 2000 se mantuvo el esquema de delegación de parte del portafolio de inversión de las reservas internacionales en entidades financieras internacionales de primer nivel.

Es así como, del total de las inversiones financieras (incluyendo el capital de trabajo) el Banco de la República gestionó directamente un portafolio de US\$5,173.0 m. (64,0% del total) y las firmas especializadas *Barclays Global Investors*, *Morgan Investment Management* y *Goldman Sachs Asset Management* administraron el restante 36,0%, US\$2,910.2 m.

Con el fin de que el portafolio esté en concordancia con las operaciones externas del país, su distribución por monedas al finalizar el año 2000 fue la siguiente: dólares americanos, 80,4%; euros, 15,3%; yenes japoneses, 4,2%, y otras monedas, 0,1%²⁸. A pesar de que esta política de inversión algunas veces trae como consecuencia ingresos o egresos extraordinarios, producto de las variaciones de las tasas de cambio de las diferentes monedas frente al dólar, permite que exista un equilibrio entre las reservas internacionales y la composición de pagos externos.

3. Seguridad, liquidez y rendimiento del portafolio

El portafolio de inversiones, incluyendo el de gestión directa y el entregado en administración, está colocado en un 72,0% en papeles de gobiernos soberanos y en un 28,0% en instituciones bancarias y corporativas. El riesgo crediticio de las inversiones se distribuye, de acuerdo con las calificaciones otorga-

²⁷ 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.

²⁸ Otras monedas tales como libras esterlinas.

CUADRO 34
PRINCIPALES COMPONENTES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES 1/
(MILLONES DE DÓLARES)

Descripción	Diciembre 1998	Participación %	Diciembre 1999	Participación %	Diciembre 2000 (p)	Participación %
Caja	80.4	0.9	91.2	1.1	30.0	0.3
Efectivo en caja	79.9	0.9	90.2	1.1	28.5	0.3
Depósitos a la orden	0.6	0.0	1.0	0.0	1.5	0.0
Inversiones	7,524.2	86.1	7,122.0	87.9	8,083.2	89.8
Portafolio directo	5,300.5	60.6	4,395.9	54.3	5,173.0	57.5
Portafolio en administración	2,223.7	25.4	2,726.1	33.7	2,910.2	32.3
Oro	103.1	1.2	95.4	1.2	89.4	1.0
Caja	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Custodia	102.2	1.2	95.4	1.2	89.4	1.0
Fondo Monetario Internacional	771.3	8.8	523.0	6.5	508.1	5.6
Derechos especiales de giro	196.4	2.2	131.2	1.6	135.7	1.5
Posición de reservas	574.9	6.6	391.8	4.8	372.4	4.1
Fondo Latinoamericano de Reservas	255.0	2.9	270.0	3.3	285.8	3.2
Aportes	235.0	2.7	250.0	3.1	265.8	3.0
Pesos andinos	20.0	0.2	20.0	0.2	20.0	0.2
Convenios internacionales	6.5	0.1	1.8	0.0	9.7	0.1
Total reservas brutas	8,740.5	100.0	8,103.4	100.0	9,006.1	100.0
Pasivos a corto plazo	0.7	0.0	2.3	0.0	2.0	0.0
Organismos internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Saldo convenios internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valores por pagar compra inversiones	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
Intereses causados sobre asignaciones FMI	0.7	0.0	2.0	0.0	2.0	0.0
Total reservas netas	8,739.8	100.0	8,101.1	100.0	9,004.1	100.0

(p) Provisional.

1/ Cifras reprocesadas. A partir de diciembre de 1998, se incluyen como pasivos de corto plazo los intereses sobre asignaciones de derechos especiales de giro y los pasivos por administración y custodia de fondos en el exterior. Por lo tanto, el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) disminuye. Con lo anterior, el cálculo de las RIN se ajusta a las recomendaciones metodológicas del FMI.

Fuente: Banco de la República.

das por las agencias especializadas²⁹, como sigue: el 77,0% “AAA”, el 11,0% “AA+”, el 6,0% “AA” y el restante 6,0% en “AA-” y “A+”.

Con el fin de asegurar la disponibilidad inmediata de divisas, el Banco de la República determina un capital de trabajo representado en activos financieros de liquidez inmediata, monto que puede fluctuar en el interior de un rango cuyo valor mínimo es de US\$240 m y el valor máximo es de US\$500 m. A diciembre 30 de 2000, dicho capital de trabajo fue de US\$327.4 m.

En el año 2000 el Banco de la República obtuvo ganancias por concepto del rendimiento del portafolio de inversión de las reservas de US\$504.9 m, de los cuales US\$268 m correspondieron a ingresos efectivos de caja y US\$237 m se contabilizaron por concepto de la valoración a precios de mercado de las reservas internacionales. Los ingresos por valuación se explican principalmente por la recuperación a final de año del euro frente al dólar (las inversiones en euros representaron el 15,3% del portafolio total) como también por los efectos de la mayor valoración de los bonos a largo plazo asociado con la caída en la tasa de interés internacional. Adicionalmente, el monto promedio del portafolio invertido durante el

²⁹ Standard & Poors, Moody's e IBCA.

año 2000 fue mayor frente a 1999, ya que el saldo de las reservas internacionales registró durante el año un crecimiento de US\$903 m.

B. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

1. Resultados en el año 2000

Los activos del Banco de la República alcanzaron \$29.149,2 mm, con un crecimiento anual de \$4.619,7 mm, 18,8% (Cuadro 35). Este incremento se explica por: a) la variación en pesos de las reservas internacionales, \$4.218,8 mm, por efecto de la acumulación de reservas por US\$903.0 millones y la devaluación del peso frente al dólar; b) el aumento de las inversiones, \$853,2 mm, por la adquisición de bonos de Fogafin y las compras definitivas de TES para atender la demanda de liquidez; c) la variación de los otros activos, \$549,5 mm, explicados por la valorización del portafolio representativo de los recursos pensionales y de las obras de arte y cultura, y d) valorización de aportes en organismos internacionales, \$209,0 mm, que corresponde al ajuste causado por el alza del tipo cambio peso-dólar. Una parte de los incrementos mencionados fue compensada por el descenso de REPO y apoyos transitorios de liquidez por \$1.163,4 mm.

Los pasivos registraron un total de \$13.821,5 mm y el saldo del patrimonio fue de \$15.327,7 mm, para un crecimiento anual de \$1.051,1 mm y de \$3.568,6 mm, respectivamente. El mayor nivel de los pasivos se explica, principalmente, por: a) incremento de la base monetaria de \$970,9 mm, 10,0%, y b) aumento de los depósitos en cuenta corriente de la Tesorería General de la República por \$170,3 mm. El cambio patrimonial se explica por el ajuste cambiario peso-dólar de las reservas internacionales, \$2.531,5 mm, y las mayores utilidades obtenidas en el año 2000 con relación al año anterior, \$928,1 mm.

En el año 2000, las utilidades del Banco de la República ascendieron a \$1.435,9 mm (Cuadro 36), como consecuencia de ingresos por \$2.090,8 mm y egresos

por \$654,9 mm. Entre los principales ingresos se destacan los siguientes: i) el rendimiento de las reservas internacionales por \$1.086,1 mm, que es el equivalente en pesos del rendimiento en dólares de US\$504.9 millones, ii) la valorización de los TES por operaciones de expansión monetaria, \$311,0 mm, y iii) los intereses recibidos por la compra transitoria de títulos (REPO) y cupos de liquidez, \$147,3 mm. Por otra parte, los principales egresos los constituyeron los gastos de personal y la remuneración del encaje con \$150,6 mm y \$125,5 mm, respectivamente. Cabe anotar que el efecto neto de las operaciones entre el Banco de la República y el sector financiero fue negativo en \$49,6 mm, como producto de ingresos por \$147,3 mm y egresos por \$196,9 mm, correspondientes a la remuneración del encaje y el costo de los REPO en reversa.

2. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, la Junta Directiva dispuso distribuir en el presente año recursos por \$1.460,6 mm, originados en las utilidades obtenidas en el ejercicio de 2000, \$1.435,9 mm, y en la utilización de parte de las reservas acumuladas para protección de activos, \$24,7 mm. La distribución se realizará de la siguiente manera: a) \$7,9 mm para inversión neta en bienes para la actividad cultural y b) el remanente, \$1.452,8 mm, para el Gobierno Nacional (Cuadro 37).

Con relación a las reservas de estabilización monetaria y cambiaria que actualmente no presenta saldo, la Junta consideró que no era necesario constituir reserva alguna puesto que no se prevén pérdidas para los próximos dos años. Por su parte, el saldo de la reserva para flotación de monedas se mantuvo en \$100,3 mm. Finalmente, dado que en el año 2000 no se registraron pérdidas por operaciones de divisas de compra y venta diaria, la Junta dejó inmodificada la reserva de resultados cambiarios.

3. Proyección de ingresos y gastos para el año 2001

Para el presente año se estiman ingresos por \$1.631,7 mm y egresos por \$646,7 mm, cuya diferencia arroja

CUADRO 35
BALANCE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA - RESULTADOS DE 1999-2000
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Diciembre, 1999		Diciembre, 2000	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	24.529,5	100,0	29.149,2	100,0
Reservas internacionales brutas	15.170,5	61,8	19.389,3	66,5
Aportes en organismos internacionales	2.059,6	8,4	2.268,6	7,8
Inversiones	2.395,5	9,8	3.248,7	11,1
Sector público deuda consolidada	390,0	1,6	366,4	1,3
Sector público regulación monetaria	2.005,5	8,2	2.398,0	8,2
Bonos capitalización banca pública			484,3	1,7
Cartera de créditos	379,8	1,5	323,9	1,1
Sector público Gobierno Nacional	4,0	0,0	3,7	0,0
Bancos comerciales	24,8	0,1	6,0	0,0
Corporaciones financieras	66,0	0,3	154,1	0,5
Corporaciones de ahorro y vivienda	284,9	1,2	160,1	0,5
Resto del sistema financiero	0,1	0,0	0,0	(0,0)
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	2.892,3	11,8	1.729,0	5,9
Cuentas por cobrar	55,8	0,2	64,3	0,2
Otros activos netos	1.576,0	6,4	2.125,5	7,3
Pasivo y patrimonio	24.529,5	100,0	29.149,2	100,0
Pasivo	12.770,4	52,1	13.821,5	47,4
Pasivos M/E que afectan reservas Internac.	4,3	0,0	4,3	0,0
Base monetaria	9.739,6	39,7	10.710,4	36,7
Billetes en circulación	7.457,6	30,4	8.698,6	29,8
Moneda de tesorería	319,4	1,3	344,2	1,2
Depósitos para encaje bancos	1.648,7	6,7	1.362,8	4,7
Depósitos en Cta. Cte. resto Sec. Financ.	313,9	1,3	304,9	1,0
Otros depósitos	142,7	0,6	77,5	0,3
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	83,4	0,3	253,7	0,9
Obligaciones organismos internacionales	1.779,9	7,3	1.853,8	6,4
Pasivos por líneas externas	218,0	0,9	207,6	0,7
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	147,4	0,6	28,7	0,1
REPOS de contracción y títulos de participación	46,1	0,2	20,9	0,1
Certificados de cambio	0,7	0,0	0,8	0,0
Tít. en Div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J.D.	100,6	0,4	6,9	0,0
Otros	0,0	0,0	0,1	0,0
Cuentas por pagar	38,7	0,2	31,4	0,1
Otros pasivos	616,4	2,5	654,1	2,2
Patrimonio total	11.759,1	47,9	15.327,7	52,6
Capital	12,7	0,1	12,7	0,0
Reservas	360,1	1,5	345,9	1,2
Superávit patrimonial	10.557,7	43,0	13.094,6	44,9
Liquidación CEC	453,5	1,8	453,5	1,6
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	10.088,2	41,1	12.619,7	43,3
Otros	16,0	0,1	21,4	0,1
Valorizaciones y superávit donado	320,9	1,3	438,7	1,5
Resultados	507,8	2,1	1.435,9	4,9
Utilidades y/o pérdidas anteriores				
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	507,8	2,1	1.435,9	4,9

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 36
ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - BANCO DE LA REPÚBLICA, 1999-2001
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	1999	2000		2001
	Ejecución	Proyección	Ejecución	Proyección
I. Ingresos totales	1.219,6	1.521,7	2.090,8	1.631,7
1. Ingresos operacionales	1.200,8	1.491,6	2.055,8	1.626,9
Intereses y rendimientos	878,0	1.247,0	1.733,9	1.437,4
Reservas internacionales netas	187,1	670,0	1.086,1	996,7
Líneas externas	14,1	25,9	21,7	14,2
Valoración de TES "A" a precios de mercado	166,8	22,2	46,4	42,6
Val. de TES por Oper. de expan. monetaria	189,3	262,4	311,0	279,5
Val. bonos capitalización banca pública		43,0	48,2	23,6
Compra transitoria de títulos y cupos	201,5	122,5	147,3	35,3
Otros	119,2	101,0	73,2	45,5
Comisiones	58,3	67,9	77,3	83,7
Servicios bancarios y negocios fiduciarios	50,2	57,6	65,4	72,0
Manejo de divisas	7,5	10,3	11,0	11,7
Otros	0,5	0,0	0,9	
Diferencias en cambio	164,5	128,6	170,0	62,5
Moneda emitida y metales preciosos	7,4	1,9	2,8	20,8
Redención anticipada de títulos	73,2	22,1	22,5	0,0
Otros	19,4	24,1	49,3	22,5
2. Ingresos no operacionales	18,8	30,1	35,0	4,8
II. Egresos totales	711,9	672,0	654,9	646,7
1. Egresos operacionales	706,8	669,4	642,2	646,1
Intereses y rendimientos	243,7	176,9	219,1	137,7
Encaje en cuentas de depósito	194,9	143,9	125,5	113,1
Venta transitoria de títulos	32,5	18,3	71,4	13,5
Líneas externas, títulos canjeables y otros	16,3	14,7	22,2	11,1
Comisiones y honorarios	20,1	21,0	17,8	16,1
Diferencias en cambio	97,3	70,7	77,4	33,0
Organismos internacionales	29,7	23,7	27,1	9,9
Líneas externas	45,6	28,0	34,7	14,0
Otros	22,0	19,0	15,5	9,1
Costo de emisión especies monetarias	28,6	25,9	17,7	115,6
Gastos de personal	142,5	151,0	150,6	164,4
Pensiones de jubilación	56,5	52,5	52,5	66,6
Otros	118,1	171,4	107,1	112,7
2. No operacionales	5,1	2,5	12,7	0,6
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	507,8	849,7	1.435,9	985,0

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 37
DISTRIBUCIÓN DE UTILIDADES DE 2000 Y UTILIZACIÓN DE RESERVAS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

I. Recursos por distribuir	1.460,6
a. Utilidades 2000	1.435,9
b. Reducción reserva para protección de activos	24,7
II. Asignación	1.460,6
a. Gobierno Nacional	1.452,8
b. Inversión neta en bienes para la actividad cultural	7,9

Fuente: Banco de la República.

utilidades por \$985,0 mm. Los intereses y rendimientos se constituyen en la principal fuente de ingresos con \$1.437,4 mm, correspondiendo a las reservas in-

ternacionales \$996,7 mm y a los títulos TES adquiridos por el Banco en sus OMA \$279,5 mm. Los ingresos estimados por rendimiento de las reservas internacionales no incorporan posibles efectos por variación de las tasas de interés y de cambio de las monedas del portafolio de reservas. Por lo tanto, su monto está sujeto a las incertidumbres sobre el comportamiento de dichas variables.

Con relación a los egresos, proyectados en \$646,7 mm, se destaca el pago de intereses por \$137,7 mm, que incluye principalmente la remuneración del encaje sobre las cuentas de ahorro y los CDT; los gastos de personal, \$164,4 mm; el costo de emisión monetaria, \$115,6 y, los otros gastos, \$112,7 mm. De estos últimos hacen parte los gastos de funcionamiento, \$76,5 mm, y las depreciaciones, \$35,8 mm.

Este informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República
editado y diagramado por la Sección de Publicaciones
del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por Editorial Artepel Ltda.
en marzo de 2001.