



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL  
**CONGRESO DE LA REPÚBLICA**

---

JULIO DE 2005

BANCO DE LA REPÚBLICA

ISSN - 1657 - 799X

# CONTENIDO

ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS	4
INTRODUCCIÓN	9
I. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EL EMPLEO	13
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	13
B. EMPLEO Y DESEMPLEO	18
II. LA INFLACIÓN EN LO CORRIDO DE 2005 Y PERSPECTIVAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE	21
III. LA POLÍTICA MONETARIA	26
A. TASAS DE INTERÉS Y AGREGADOS MONETARIOS	26
B. CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO Y CALIDAD DE LOS ACTIVOS	34
RECUADRO 1: NUEVO ESQUEMA DE LIQUIDEZ DEL BANCO DE LA REPÚBLICA	38
RECUADRO 2: EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS MÁRGENES DE LOS INTERMEDIACIÓN	41
RECUADRO 3: EL CANAL DEL CRÉDITO Y LA RELACIÓN ENTRE LAS TASAS DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA Y LAS TASAS DE MERCADO	47
IV. LA POLÍTICA CAMBIARIA Y BALANZA DE PAGOS	52
A. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL	53
B. INTERVENCIÓN CAMBIARIA Y POLÍTICA MONETARIA	58
C. COHERENCIA ENTRE <i>INFLACIÓN OBJETIVO</i> E INTERVENCIÓN CAMBIARIA	61
D. COMPORTAMIENTO DE LA BALANZA DE PAGOS EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2005	64
RECUADRO 4: LA INVERSIÓN EXTRANJERA NETA EN COLOMBIA	70
V. LA POLÍTICA FISCAL	73
A. RESULTADOS DEL PRIMER TRIMESTRE DEL AÑO 2005	73
B. PERSPECTIVAS FISCALES PARA EL AÑO 2005	76
VI. EL NIVEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	79
A. INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA	80
B. EL NIVEL ACTUAL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y CRITERIOS DE SU ADMINISTRACIÓN	81
RECUADRO 5: COMPOSICIÓN CAMBIARIA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL	86
VII. LA SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA	91
A. MARCO LEGAL	91
B. ESTRUCTURA FINANCIERA DEL BALANCE GENERAL Y DEL ESTADO DE RESULTADOS	93
C. RESULTADOS A JUNIO DE 2005	98
D. PROYECCIÓN DE UTILIDADES PARA 2005	104
RECUADRO 6: TENDENCIAS EN FUNCIONES Y PLANTA DE PERSONAL DE BANCOS CENTRALES	108

# ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

## I. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EL EMPLEO

---

Cuadro 1	Producto interno bruto por tipo de gasto	13
Cuadro 2	Producto interno bruto sectorial	16
Gráfico 1	Crecimiento anual de la demanda interna	14
Gráfico 2	Crecimiento real anual de la formación bruta de capital fijo (FBKF)	14
Gráfico 3	Crecimiento anual real del consumo de los hogares	15
Gráfico 4	Crecimiento real anual del consumo de los hogares, según naturaleza de los bienes	15
Gráfico 5	Crecimiento real anual de las exportaciones totales	16
Gráfico 6	Términos de intercambio	17
Gráfico 7	Crecimiento anual de la demanda no regulada de energía y la producción industrial	17
Gráfico 8	Indicadores de construcción	18
Gráfico 9	Crecimiento del PIB de los sectores transables y no transables	18
Gráfico 10	Tasa de desempleo	19
Gráfico 11	Creación de empleo	19
Gráfico 12	Descomposición de la creación de empleo urbano	19
Gráfico 13	Creación de empleo de personas con edades entre 12 y 17 años	20
Gráfico 14	Creación de empleo	20
Gráfico 15	Tasa global de participación de 7 ciudades	20

## II. LA INFLACIÓN EN LO CORRIDO DE 2005 Y PERSPECTIVAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE

---

Cuadro 3	Beneficiados por nivel de incremento salarial	22
Gráfico 16	Inflación anual al consumidor	22
Gráfico 17	Indicadores de inflación básica	22
Gráfico 18	Expectativas de inflación derivadas de los contratos TES tasa fija y TES tasa variable	22
	Credibilidad en la meta de inflación de los años 2001 a 2005	23
Gráfico 19	Brecha del producto	23
Gráfico 20	Inflación anual	23

## III. LA POLÍTICA MONETARIA

---

Cuadro 4	Tasas de intervención del Banco de la República	27
Cuadro 5	Tasas de interés activas	29
Cuadro 6	Composición del agregado amplio M3	32
Cuadro 7	Fuentes de la base monetaria	34
Cuadro 8	Portafolio financiero del sector real	35
Gráfico 21	Tasa interbancaria y de intervención del Banco de la República	27
	Tasa interbancaria real	28
Gráfico 22	Tasa de interés	29
Gráfico 23	Tasas de interés de los créditos, por destino económico	30
Gráfico 24	Curva <i>spot</i> TES-tasa fija, 2005	31
Gráfico 25	Base monetaria real	31
Gráfico 26	M3	31
Gráfico 27	Cartera neta como porcentaje del PIB	33
Gráfico 28	Base monetaria y sus usos	35
Gráfico 29	Cartera neta: por modalidad de crédito	36
Gráfico 30	Calidad de cartera por modalidad de crédito	36

Gráfico 31	Cubrimiento: provisiones/cartera vencida	36
Gráfico 32	Rentabilidad del activo, por tipo de entidad del sistema financiero	36
Gráfico 33	Pérdidas acumuladas del sistema financiero desde 1998	37
Gráfico 34	Relación de solvencia	37

#### IV. LA POLÍTICA CAMBIARIA Y BALANZA DE PAGOS

---

Cuadro 9	Balanza de pagos de Colombia. Resumen	55
Cuadro 10	Flujos cambiarios del sector real	56
Cuadro 11	Operaciones de compraventa de divisas del Banco de la República	57
Cuadro 12	Consistencia de las intervenciones cambiarias	62
Cuadro 13	Balanza de pagos de Colombia. Resumen trimestral	65
Cuadro 14	Exportaciones (FOB), según principales productos y sectores económicos	66
Cuadro 15	Crecimiento porcentual anual del valor en dólares, de las exportaciones de Colombia, por país de destino	67
Cuadro 16	Importaciones (FOB), según uso o destino económico	68
Cuadro 17	Balanza de capital y financiera	69
Gráfico 35	Tasa de cambio nominal	53
Gráfico 36	Tasa de cambio real	54
Gráfico 37	Tasa de cambio de diferentes monedas frente al dólar	54
Gráfico 38	Prima de riesgo-país EMBI+, países latinoamericanos	57
Gráfico 39	Intervención neta trimestral y tasa Repo de expansión	58
Gráfico 40	Devaluación nominal anual e inflación IPP importados	29

#### V. LA POLÍTICA FISCAL

---

Cuadro 18	Sector público consolidado - Balance fiscal primer trimestre	74
Cuadro 19	Gobierno nacional central - Balance fiscal primer trimestre	75
Cuadro 20	Gobierno nacional central - Deuda como porcentaje del PIB	76
Cuadro 21	Sector público consolidado - Balance fiscal, 2004 - 2005	77

#### VI. EL NIVEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

---

Cuadro 22	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	81
Cuadro 23	Composición de las reservas internacionales	82
Cuadro 24	Rendimiento de portafolios de las reservas internacionales sin anualizar	83
Gráfico 41	Razón de reservas internacionales a deuda externa total	80
Gráfico 42	Rendimientos reservas internacionales, 2000-2003	
	tasa de rendimiento acumulado reservas vs. tasa libre de riesgo en dólares	84
Gráfico 43	Evolución de la tasa de interés de los títulos del tesoro americano y del dólar frente al yen y al euro	85

#### VII. LA SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

---

Cuadro 25	Estructura y variación del balance del Banco de la República, diciembre 2004 a junio 2005	99
Cuadro 26	Variación de las reservas internacionales, diciembre 31 de 2004 a junio 30 de 2005	99
Cuadro 27	Balance del Banco de la República, resultados de diciembre 2004 a junio 2005	100
Cuadro 28	Resultados a junio de 2005	102
Cuadro 29	Perdidas y ganancias del Banco de la República, diciembre 2004 a junio 2005	103
Cuadro 30	Estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República	105
Cuadro 31	Utilidades de las reservas internacionales	105
Cuadro 32	Cotizaciones internacionales	106
Cuadro 33	Rendimiento por tasas de interés	106
Cuadro 34	Retorno total del portafolio de inversiones	107

JUNTA DIRECTIVA

PRESIDENTE

Alberto Carrasquilla Barrera

**Ministro de Hacienda y Crédito Público**

DIRECTORES

Carlos Gustavo Cano Sáenz

Juan José Echavarría Soto

Juan Mario Laserna Jaramillo

Fernando Tenjo Galarza

Leonardo Villar Gómez

GERENTE GENERAL

José Darío Uribe Escobar

Bogotá, D. C., agosto 1 de 2005

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

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos en lo corrido de 2005. Igualmente, se presentan las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. En la última sección, se informa sobre la composición de las reservas internacionales y la proyección de la situación financiera del Banco de la República.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe Escobar  
Gerente General

# INTRODUCCIÓN

*Una inflación baja contribuye al uso más eficiente de los recursos productivos y promueve la inversión; evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, que terminan perjudicando a quienes tienen menos recursos y no pueden protegerse contra los efectos negativos de la inflación; y contribuye a la estabilidad macroeconómica, condición necesaria para el crecimiento alto y sostenido.*

La Constitución Política de 1991 y la Ley 31 de 1992 establecieron, para la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), el mandato de alcanzar la estabilidad de precios en coordinación con la política macroeconómica general. El cumplimiento de éste se materializa en la adopción de un esquema flexible de *inflación objetivo*. Esto significa que el fin primario de la política monetaria es lograr y mantener una tasa baja de inflación, en la forma de una meta cuantitativa, y al mismo tiempo buscar la estabilidad del producto agregado alrededor de su tendencia de largo plazo. Los objetivos del banco central combinan entonces la estabilidad de precios con el máximo crecimiento sostenible del producto y el empleo.

Con frecuencia, la estrategia monetaria adoptada por la JDBR se interpreta de manera incorrecta. Se piensa que el control de la inflación es el único propósito de sus políticas, en detrimento de los objetivos de crecimiento del producto y el empleo o de una mejor distribución del ingreso y la riqueza. La realidad, sin embargo, es diferente: una inflación baja contribuye al uso más eficiente de los recursos productivos y promueve la inversión; evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, que terminan perjudicando a quienes tienen menos recursos y no pueden protegerse contra los efectos negativos de la inflación; y contribuye a la estabilidad macroeconómica, condición necesaria para el crecimiento alto y sostenido. En pocas palabras, la estabilidad de precios, al aumentar el ingreso y reducir la incertidumbre y las distribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, contribuye de manera significativa a mejorar el bienestar de los colombianos.

*Aprovechando la credibilidad de la meta de inflación, las políticas del Banco han contribuido a la suavización del ciclo económico, a hacer más resistente la economía a choques externos negativos y a suavizar las fluctuaciones transitorias de la tasa de cambio.*

En el corto plazo, la política monetaria también puede hacer aportes de gran importancia. En la medida en que la inflación colombiana se encuentra cerca de su meta de largo plazo y las expectativas de inflación se encuentran en un nivel coherente con el logro de las metas cuantitativas inmediatas, tanto los instrumentos de la política monetaria como los de la cambiaria se han usado intensamente, manteniendo bajas en términos reales las tasas de interés de intervención, suministrando la liquidez requerida e interviniendo de manera activa en el mercado

*El Banco de la República ha mantenido sus tasas de interés de intervención en niveles que juzga coherentes con el logro de las metas de inflación y que impulsan el crecimiento económico de corto plazo.*

cambiario, sin comprometer de manera alguna el logro de la meta de inflación. De esta forma, y aprovechando la credibilidad de la meta de inflación, las políticas del Banco han contribuido a la suavización del ciclo económico, a hacer más resistente la economía a choques externos negativos y a suavizar las fluctuaciones transitorias de la tasa de cambio. La credibilidad de la política monetaria es, entonces, un activo de gran valor para el país, que el Banco mismo y el Estado deben preservar.

Más específicamente, el Banco de la República ha mantenido sus tasas de interés de intervención en niveles que juzga coherentes con el logro de las metas de inflación y que impulsan el crecimiento económico de corto plazo. Estos niveles corresponden a tasas de interés reales históricamente bajas, a las que el Banco ha suministrado toda la liquidez primaria demandada por el sistema financiero a través de operaciones Repo. Lo anterior se ha complementado con la compra masiva de reservas internacionales. En un ambiente de mayor confianza en la economía, esta postura amplia de la política monetaria ha contribuido al saneamiento de los balances de las empresas y de los hogares y a la recuperación del crédito y del gasto interno.

El componente más dinámico de la demanda interna ha sido la inversión privada, fenómeno observado desde el año 2002 y que ha permitido que la tasa de inversión como proporción del producto interno bruto (PIB), alcanzara 19,3% en 2004. Esta cifra es superior a su promedio histórico de los últimos cincuenta años. Más importante aún, el dinamismo de la inversión privada se ha mantenido en lo corrido de 2005, como lo muestran, entre otros indicadores, el fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital y las encuestas empresariales. Con la expansión de la inversión se amplía, además, la capacidad productiva y se mejoran la productividad y la competitividad de la producción nacional. Por su parte, aunque el consumo de los hogares crece por debajo del producto, se espera que su dinámica mejore en los próximos trimestres, como lo sugieren los mayores volúmenes de ventas del comercio, el crecimiento del crédito de consumo y los mejores indicadores de confianza del consumidor de Fedesarrollo. Así mismo, la fuerte recuperación de la economía venezolana en los últimos años, el mayor crecimiento de los Estados Unidos y el mejoramiento en los términos de intercambio han permitido un fuerte aumento de las exportaciones colombianas. El análisis de estos y otros indicadores permite al Banco esperar que el crecimiento de la economía colombiana en 2005 sea similar al observado en los dos últimos años, del orden del 4%.

*En un ambiente de mayor confianza en la economía, esta postura amplia de la política monetaria ha contribuido al saneamiento de los balances de las empresas y de los hogares y a la recuperación del crédito y del gasto interno.*

Igualmente significativo es el comportamiento de los precios al consumidor y de los precios al productor. En el transcurso del año la inflación ha seguido un comportamiento acorde con el rango meta de inflación para 2005, establecido por el Banco de la República entre 4,5% y 5,5%. La inflación anual al consumidor disminuyó de 5,5% en diciembre a 4,8% en junio. La caída en la inflación sin alimentos fue incluso más importante, ya que pasó de 5,5% a 4,3% en igual período. Esta reducción de la inflación ha sido posible gracias a la subutilización de la capacidad productiva, al efecto de la apreciación del peso y a una mayor



credibilidad de la autoridad monetaria, que se ha reflejado en la existencia de expectativas de inflación decreciente y cercana a la meta anunciada por el Banco. De esta manera, se puede esperar con una alta probabilidad que en 2005 se cumplirá la meta de inflación y que ésta continuará reduciéndose el próximo año.

En síntesis, Colombia presenta un crecimiento impulsado por la inversión privada y las exportaciones (a pesar de la apreciación real del peso en los dos últimos años). Además, en 2005 se prevé una recuperación de la inversión pública, luego de la caída del año pasado. La productividad laboral está creciendo a tasas altas y casi todos los sectores de la economía muestran un buen desempeño, especialmente el consumo de bienes durables y semidurables. El consumo de bienes no durables parece estar creciendo a un ritmo bajo pero mayor al observado en el pasado reciente. La inflación disminuye y se dirige gradualmente hacia la meta de largo plazo. En pocas palabras, las bases del crecimiento económico colombiano son amplias y sostenibles.

Lo anterior no significa que la economía no sea vulnerable a cambios en el entorno externo, en particular en los términos de intercambio y en los flujos de capital, al igual que el resto de las economías emergentes. Así mismo, algunos sectores productivos enfrentan la competencia legal e ilegal de productos provenientes del exterior. Los márgenes de intermediación financiera han caído en relación con los observados una década atrás, pero para algunos tipos de crédito continúan siendo altos. Por último, pero no menos importante, persisten factores de riesgo macroeconómico que deben afrontarse oportunamente. El más importante es la situación fiscal, que se refleja en el tamaño del déficit del Gobierno central y en los niveles de deuda pública que, a pesar de su reducción como proporción del PIB en el último año, siguen siendo altos.

Sin embargo, el hecho destacable es que la economía colombiana se viene fortaleciendo toda vez que se cuenta con un mayor nivel de reservas internacionales y con un sistema financiero más sólido. Al mismo tiempo, existen diferencias importantes frente a lo que se observó en la segunda mitad de la década de los noventa: el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos es de 1,1% del PIB (frente a 5,4% en 1997) y la inflación se encuentra desde hace varios años en un solo dígito y convergiendo paulatinamente a los niveles deseados de largo plazo. La reciente aprobación, por parte del Congreso, del acto legislativo que reduce el pasivo pensional de la Nación y elimina los regímenes pensionales especiales, es un paso muy importante para garantizar la sostenibilidad fiscal. Estos son factores que promueven la confianza en la economía como lo refleja el incremento en los flujos de inversión extranjera.

Colombia requiere, de manera permanente, tasas más altas de crecimiento económico con el fin de reducir el desempleo y aliviar la situación de pobreza de amplias capas de la población. También debe mejorar sustancialmente la distribución del ingreso y la riqueza, para ampliar las oportunidades económicas de los sectores más vulnerables de la sociedad. El logro de estos objetivos va más allá de los alcances de las políticas macroeconómicas y exige mecanismos y políticas

*Colombia requiere, de manera permanente, tasas más altas de crecimiento económico con el fin de reducir el desempleo y aliviar la situación de pobreza de amplias capas de la población.*

*También debe mejorar sustancialmente la distribución del ingreso y la riqueza, para ampliar las oportunidades económicas de los sectores más vulnerables de la sociedad.*

*El logro de estos objetivos va más allá de los alcances de las políticas macroeconómicas y exige mecanismos y políticas adicionales.*

adicionales. Entre ellos están la conquista de la seguridad, la estabilidad en las reglas del juego y el respeto a los derechos de propiedad, la focalización del gasto público en los segmentos más vulnerables de la población y el uso más eficiente de los recursos que con enormes sacrificios la sociedad ha destinado a la financiación de la educación y la salud de los colombianos. Al mismo tiempo, la aplicación de las políticas para impulsar el desarrollo y la equidad no puede ir en contravía de la estabilidad macroeconómica.

La estructura del presente Informe es la siguiente: en el Capítulo I se presentan los principales resultados de la actividad económica y del empleo en lo corrido del año y se analizan sus perspectivas para el segundo semestre. En el Capítulo II se muestran los resultados de la inflación y sus perspectivas. En el Capítulo III se describe la evolución de las tasas de interés y de los agregados monetarios, además, se analiza el comportamiento del crédito y de los indicadores de solvencia del sistema financiero. En este capítulo se incluyen tres recuadros que explican el nuevo esquema de provisión de la liquidez que maneja el Banco de la República desde el pasado mes de mayo, el análisis de la evolución reciente del margen de intermediación financiera de las entidades de crédito, y el canal de crédito y la transmisión de las tasas de interés de política. En el Capítulo IV se describe la política cambiaria, se analiza su coherencia con la política monetaria y se presentan los principales resultados de la balanza de pagos durante el primer trimestre; también se incluye un recuadro sobre la evolución reciente de los flujos de inversión extranjera directa. El Capítulo V presenta la evolución de las finanzas públicas y sus perspectivas para 2005. El Capítulo VI describe la situación y el manejo de las reservas internacionales e incluye un recuadro que muestra la composición cambiaria de las reservas. Finalmente, en el Capítulo VII se presenta una descripción de las principales políticas y prácticas contables del Banco de la República, la evolución de sus estados financieros en lo corrido del año y la proyección de utilidades para 2005.

# I. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EL EMPLEO

*El análisis de la información disponible para los primeros meses del año muestra que el ritmo de crecimiento de la economía colombiana en 2005 será, probablemente, similar al observado en los dos últimos años del orden del 4,0%.*

## A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

De acuerdo con la información suministrada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en el primer trimestre de 2005 la economía colombiana creció 3,6% (Cuadro 1). Como se verá con mayor detalle en esta sección, el análisis de la información disponible para los primeros meses del año muestra que el ritmo de crecimiento de la economía colombiana en 2005 será, probablemente, similar al registrado en los dos últimos años del orden del 4,0%.

En la dinámica observada en los últimos meses, la evolución favorable de los términos de intercambio y de la demanda externa de los productos colombianos,

CUADRO 1

### PRODUCTO INTERNO BRUTO POR TIPO DE GASTO (CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL )

	2004	I Trim. 2005
<b>Consumo final</b>	3,8	3,2
Hogares	4,0	3,2
Gobierno	3,3	3,0
<b>Formación bruta de capital</b>	12,4	15,9
Formación bruta de capital fijo	13,2	16,9
FBKF sin obras civiles	22,5	12,0
Obras civiles	(19,1)	45,0
Variación de existencias	6,4	6,7
<b>Demanda interna</b>	5,3	5,4
<b>Exportaciones totales</b>	10,2	13,1
<b>Importaciones totales</b>	16,7	22,2
<b>Producto interno bruto</b>	4,1	3,6

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

continúa con un papel importante. Frente al primer trimestre de 2004, los precios externos del café, el petróleo y el carbón se mantienen en niveles altos, al tiempo que el crecimiento de nuestros principales socios comerciales (Estados Unidos, Ecuador y Venezuela) siguió favoreciendo la demanda externa de nuestros productos.

De igual manera, la demanda interna crece a una tasa alta (Gráfico 1). En especial, la inversión en el primer trimestre de 2005 mantuvo el ritmo de crecimiento observado en los dos años anteriores (15,9%). Sin embargo, se observa un cambio en su composición, en la medida en que una parte de ese dinamismo se explica por la inversión en obras civiles que aumentó 45% en el primer trimestre, luego de un descenso de 19,1% en 2004.

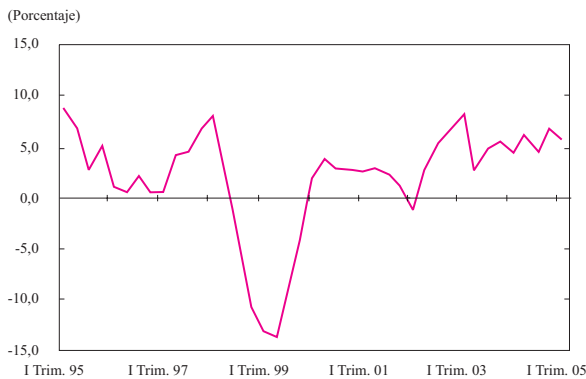
Sin incluir este rubro, la formación bruta de capital fijo (FBKF) creció 11,9% en el primer trimestre de 2005, cifra alta pero inferior al crecimiento observado en 2004: 22,5% (Gráfico 2). Este fuerte dinamismo de la inversión se ha observado en los últimos tres años, con lo cual la tasa de inversión (en relación con el PIB) se sitúa en 19%, por encima de su promedio histórico (18,5%).

Al desagregar la FBKF entre los diferentes sectores, se observan aumentos sustanciales en la inversión en maquinaria y equipo (34,1%), y en equipo de transporte (11,8%). Esto sugiere una economía que hace esfuerzos por aumentar su productividad y fortalecer sus bases para ser más competitiva en los mercados mundiales. En contraste, la inversión destinada al sector de la construcción de vivienda se contrajo 2,3% en términos anuales. El bajo dinamismo en este sector se explica por dos factores: i) por un fenómeno estadístico generado por una base alta de comparación debido al aumento notorio de este rubro en igual período de 2004, cuando creció 156% anual, y ii) la débil dinámica en la solicitud de licencias de construcción a finales de 2004, fenómeno que puede ser de naturaleza temporal.

El gasto de consumo de los hogares creció 3,2% en el primer trimestre de 2005, cifra inferior al crecimiento del producto y al valor registrado en 2004. Al analizar este rubro por componentes, se observa que el consumo de bienes no durables creció 1,8% por debajo de los otros componentes del consumo privado. En general, los otros segmentos del consumo, como importaciones de bienes durables y semidurables, muy sensibles a las bajas tasas de interés y a la tasa de cambio, se aceleraron o mantuvieron, al menos, el

GRÁFICO 1

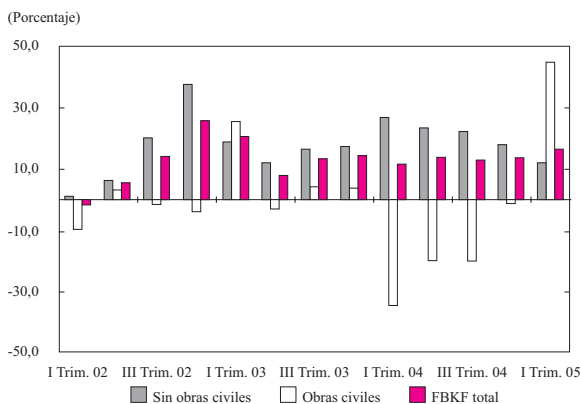
CRECIMIENTO ANUAL DE LA DEMANDA INTERNA



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 2

CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (FBKF)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

ritmo de crecimiento observado en 2004 (gráficos 3 y 4).

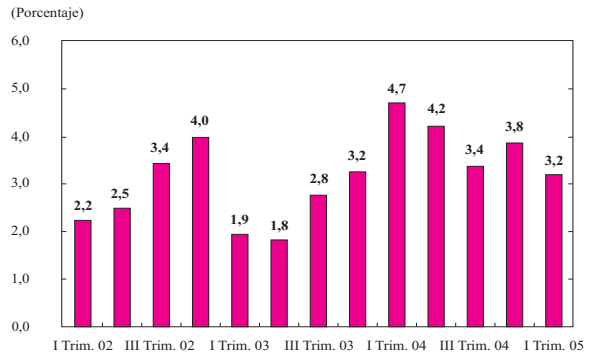
No obstante, la evidencia existente permite esperar que el consumo continúe recuperándose a lo largo del año. En efecto, las cifras a abril de la muestra mensual de comercio al por menor (MMCM) del DANE muestran un comportamiento dinámico del comercio de bienes no durables, con un crecimiento de más de 6,0% del comercio del subsector de alimentos, bebidas y tabaco. Esto, junto con la información optimista que continúan registrando los indicadores de confianza, de expectativas y de condiciones para el consumo de Fedesarrollo, además de las constantes mejoras en el mercado laboral y el mantenimiento de bajas tasas de interés, permiten esperar que se produzca una reacción positiva del consumo de los hogares.

Además de la inversión y el consumo de bienes durables, las exportaciones continuaron registrando un buen comportamiento en el primer trimestre de 2005, con un crecimiento de 13,1% en términos reales (Gráfico 5). Este comportamiento se originó en el incremento de las ventas externas, tanto de bienes tradicionales (42,2%) como de no tradicionales (28,9%), favorecidas por los aumentos en los precios externos y por la demanda externa de nuestros productos. En particular, las exportaciones de carbón crecieron en volumen (18,6%) y en dólares (76,6%), lo mismo que las exportaciones de café, las cuales aumentaron 18,6% en volumen y 78,3% en dólares. Aunque las exportaciones de petróleo crecieron en dólares (24,0%), la cantidad despachada se contrajo (2,2%). Por su parte, a marzo, las exportaciones no tradicionales en dólares del sector agropecuario aumentaron al 40,1% anual, las industriales al 25,7% y las no tradicionales mineras (excluido el oro) al 48,8%.

A su vez, las importaciones mostraron un fuerte crecimiento en el primer trimestre de 2005 (26,2%), estimuladas tanto por el menor costo, debido a la apreciación real del peso, como por el aumento de la inversión. Sobre este aspecto, en particular, se destaca que buena parte de las compras al exterior son bienes de capital (35,2% del total de importaciones) y bienes intermedios (46,4% del total de importaciones). Las importaciones de bienes de consumo también

GRÁFICO 3

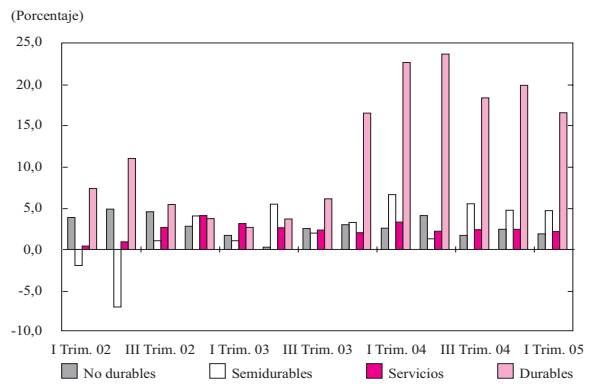
CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL CONSUMO DE LOS HOGARES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 4

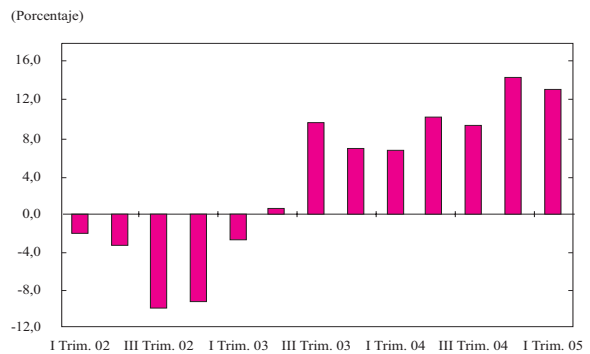
CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL CONSUMO DE LOS HOGARES, SEGÚN NATURALEZA DE LOS BIENES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 5

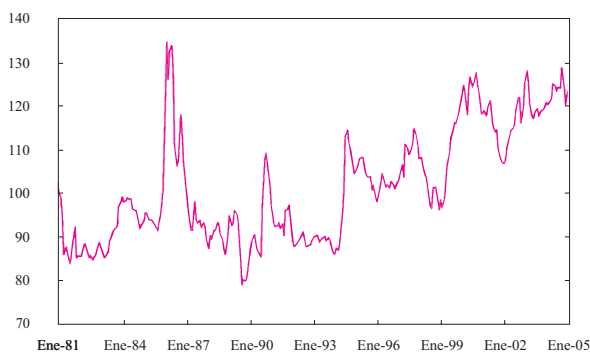
CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LAS EXPORTACIONES TOTALES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 6

**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO  
(PONDERACIONES MÓVILES)**



Fuente: Cálculos del Banco de la República.

crecieron en el primer trimestre, en especial las de bienes durables (19,9%). Esto es consistente con el dinamismo del consumo de este tipo de bienes, por parte de los hogares.

Se debe señalar que en dólares las exportaciones del primer trimestre crecieron más que las importaciones, debido, en parte, a la mejora de los precios de los bienes exportados, aunque, en términos reales el aumento de las importaciones fue mayor. Esto refleja la tendencia creciente en los términos de intercambio (Gráfico 6).

En cuanto a la oferta, algunos sectores productores de bienes transables (o que se exportan o compiten con importaciones) como el agropecuario, mostraron una buena dinámica, liderada por la producción

de café (creció 8,1%), de otros productos agrícolas (4,2%, sin cultivos ilícitos) y la pesca (4,4%) (Cuadro 2). La minería, a su vez, creció 5,1% en el primer trimestre, dado el importante crecimiento en la explotación de carbón (6,6%) y la variación positiva de la producción de crudo, de 0,5%, que se convierte en el primer crecimiento real positivo de este sector desde 2002, lo cual refleja, en parte, que debido a los altos precios del petróleo se hace rentable extraer crudo, que antes no lo era.

En la industria manufacturera, el otro sector transable, los resultados del primer trimestre fueron menos alentadores. Según las cifras del DANE, la actividad

CUADRO 2

**PRODUCTO INTERNO BRUTO SECTORIAL  
(CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL)**

	2004	I Trim. 2005
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,6	3,4
Explotación de minas y canteras	2,9	5,1
Electricidad, gas y agua	3,0	0,4
Industria manufacturera	4,8	(1,0)
Construcción	9,7	10,6
Edificaciones	30,4	(2,3)
Obras civiles	(19,3)	43,6
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,9	7,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,1	3,5
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	4,3	(2,7)
Servicios sociales, comunales y personales	2,8	2,4
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	12,2	(14,1)
<b>Producto interno bruto</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

industrial manufacturera se contrajo 1,0% en el primer trimestre de 2005. Este resultado era esperado en buena parte como consecuencia del menor número de días hábiles en el primer trimestre por el cambio en calendario de la Semana Santa de 2004 a 2005<sup>1</sup>. Al calcular las cifras del DANE teniendo en cuenta el efecto de los días hábiles, el crecimiento industrial del primer trimestre es de 3,8%.

Es importante resaltar que la desaceleración observada en marzo se revirtió parcialmente en abril (crecimiento de 11%) por las mismas irregularidades de días hábiles que causaron la caída en el primer trimestre. En particular, dado que el segundo trimestre presenta dos días hábiles más en 2005, sumado al componente tendencial del crecimiento, es factible que en el segundo trimestre del año se registre una recuperación en la industria. La información de demanda de energía no regulada a mayo corroboraría esta producción (Gráfico 7).

Los sectores productores de bienes y servicios no transables tampoco mostraron una tendencia homogénea en el primer trimestre de 2005. En especial, la construcción de vivienda y los servicios de intermediación financiera registraron caídas reales frente al mismo período del año anterior. La construcción de vivienda se contrajo principalmente por el bajo dinamismo en las obras en proceso, las cuales, como ya se mencionó, no alcanzaron a mejorar la base de comparación alta que observó este sector en 2004. Adicionalmente, las obras nuevas no crecieron del modo en que lo venían haciendo en trimestres anteriores, aunque las licencias de construcción, un indicador líder de la actividad de edificación de la vivienda, se han venido recuperando en los últimos meses (Gráfico 8).

Los servicios de intermediación financiera se vieron posiblemente afectados en el primer trimestre por la fluctuación de los portafolios de las instituciones financieras ya que, pese a los buenos resultados de los

<sup>1</sup> El año pasado la Semana Santa se celebró en abril y este año tuvo lugar en marzo, lo cual representó dos días hábiles menos de trabajo en este año para algunos segmentos industriales. Adicionalmente, enero tuvo un día hábil menos con lo cual sumaron tres días hábiles menos para el primer trimestre de 2005.

GRÁFICO 7

CRECIMIENTO ANUAL DE LA DEMANDA NO REGULADA DE ENERGÍA Y LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

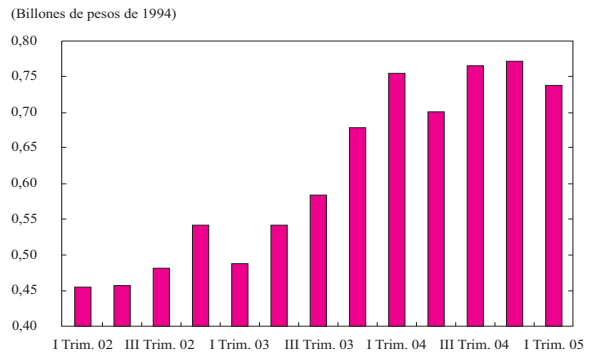


Fuente: DANE e ISA, cálculos del Banco de la República.

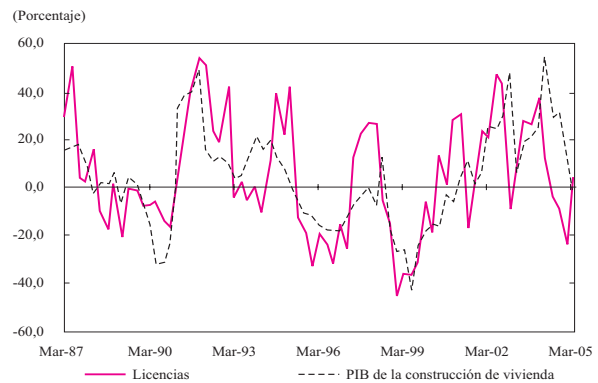
GRÁFICO 8

INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN

PIB CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA Y EDIFICACIONES



CRECIMIENTO ANUAL DE LAS LICENCIAS Y DEL PIB DE LA CONSTRUCCIÓN



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

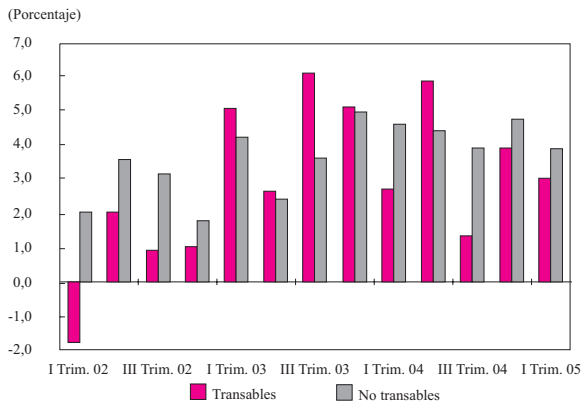
balances, este sector registró una contracción real de 9,1%. Esta caída se explica porque el DANE contabiliza el cambio en el precio de los TES en la medición de la actividad económica y al cierre de marzo los portafolios perdieron valor por la caída en el precio de los títulos. Dado que esta situación fue coyuntural, es previsible que el efecto se reverse en lo que resta del año.

Otros sectores no transables registraron un buen dinamismo durante el primer trimestre. Es el caso de las obras civiles, que se vienen recuperando este año de la fuerte caída de 2004 (crecieron 43,6%); del comercio, sector que creció 7,3% real en el primer trimestre; y en menor medida, del sector transporte, el cual alcanzó un crecimiento de 3,5% anual basado en la dinámica de las importaciones y de las exportaciones.

Lo anterior muestra que, a pesar de la apreciación real del peso, el crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2005 continúa balanceado entre las actividades transables y no transables de la economía (Gráfico 9).

GRÁFICO 9

**CRECIMIENTO DEL PIB DE LOS SECTORES TRANSABLES Y NO TRANSABLES**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

**B. EMPLEO Y DESEMPLEO**

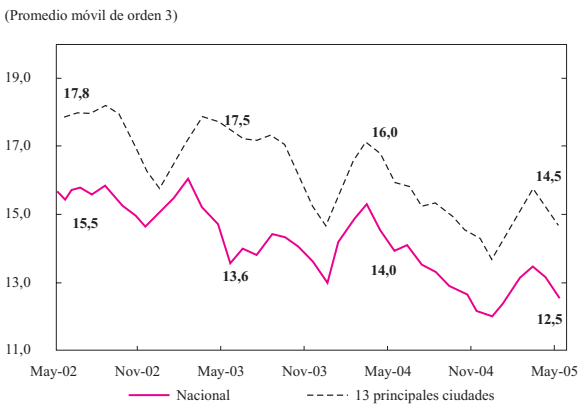
En lo corrido de 2005 las condiciones del mercado laboral siguieron mejorando. La tasa de desempleo continuó disminuyendo y la creación de empleo recobró dinamismo después de un bajo crecimiento del empleo total en el segundo semestre de 2004. Así mismo, en lo corrido del año se ha mantenido la tendencia hacia la mayor formalización en el empleo.

Gracias al dinamismo con el que continúa la economía se ha observado una reducción importante en el desempleo, tanto a nivel urbano como en el total nacional. Utilizando promedios de tres meses, para evitar la volatilidad excesiva y la falta de representatividad en el movimiento de las series, se aprecia que entre mayo de 2004 y mayo de 2005, la tasa de desempleo en las trece ciudades principales se redujo de 16,0% a 14,5%. La tasa de desempleo del total nacional bajó de 14,0% a 12,5% (Gráfico 10).

El desempleo urbano y rural ya completó más de tres años en declive, con caídas que acumulan 4 puntos porcentuales (pp) o más desde 2002. No obstante, la tasa de desempleo aún es alta y la economía podría aumentar su ritmo de creación de empleo sin que ello implique mayores presiones inflacionarias sobre el índice de precios al consumidor (IPC) o sobre los salarios.

GRÁFICO 10

**TASA DE DESEMPLEO**



Fuente: DANE, encuesta continua de hogares.



Una parte de la disminución en la tasa de desempleo en lo que va de 2005 se debe a un menor crecimiento de la oferta de trabajo (población económicamente activa). Ésta se contrajo a un ritmo anual de 0,9% en los primeros cinco meses del año, frente a un crecimiento anual promedio de 1,4% en los mismos meses de 2004 y de 2,4% en 2003. Sin embargo, en los últimos meses, la reducción de la tasa de desempleo ha tenido lugar gracias al crecimiento del empleo, principalmente.

En efecto, en los primeros meses de 2005 la creación de empleo ha comenzado a recuperarse (incluso si se toman los promedios trimestrales), en contraste con lo ocurrido en la segunda mitad de 2004, cuando la creación de empleo total tendió a estancarse (aunque el empleo diferente a subempleo creció 3,5%). Así, para abril y mayo de 2005 el ritmo de expansión anual del empleo ascendió a cerca de 250.000 puestos de trabajo (para promedios de tres meses) en las 13 principales ciudades (Gráfico 11). En abril, específicamente, el empleo aumentó en 437.000 puestos, frente a abril del año pasado para este mismo grupo de ciudades.

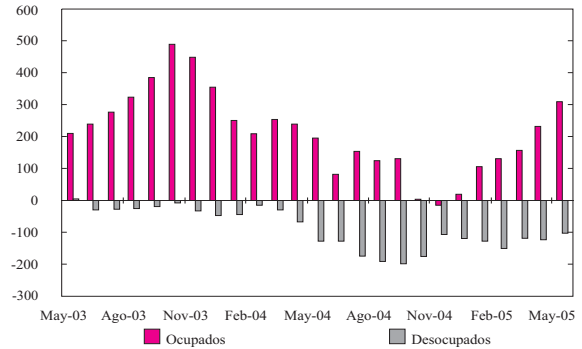
El crecimiento de los ocupados ha estado acompañado de una fuerte recomposición de la población empleada. La creación de empleos con características de subempleo ha sido negativa en los últimos doce meses, mientras el empleo de mejor calidad ha crecido de manera continua y estable, e incluso se ha acelerado en 2005 (Gráfico 11). A pesar, de que en los últimos dos meses el aumento del empleo formal ha sido superior al del subempleo, este último ha exhibido tasas de crecimientos trimestrales positivas (Gráfico 12).

Un análisis más detallado muestra que el empleo que ha caído o que no ha crecido en los últimos tres trimestres a abril de 2005 corresponde a las personas entre 12 y 17 años o a mayores de 56, que viven en las ciudades más grandes del país, que consideraban su trabajo mal remunerado y/o que se estaban desempeñando en un sector que no correspondía a sus capacidades (Gráfico 13).

El número de ocupados se redujo en los sectores donde la informalidad es mayor (como la construcción, los servicios sociales comunales y personales, y el comercio) y en segmentos laborales de trabajadores por

GRÁFICO 11

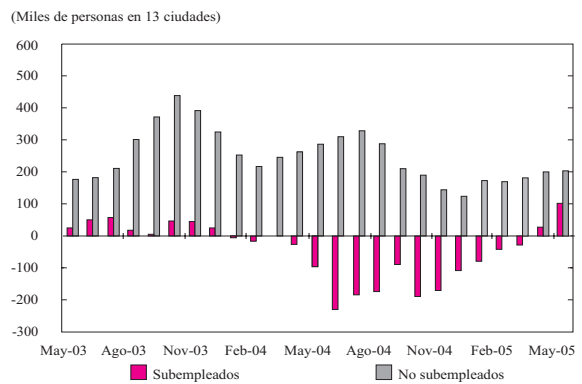
CREACIÓN DE EMPLEO  
(PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 3)  
(Miles de personas en 13 ciudades)



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

GRÁFICO 12

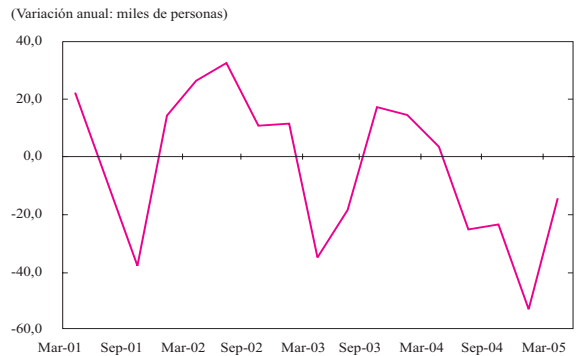
DESCOMPOSICIÓN DE LA CREACIÓN DE EMPLEO URBANO  
(PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 3)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 13

CREACIÓN DE EMPLEO DE PERSONAS CON EDADES ENTRE 12 Y 17 AÑOS (2,5% DEL TOTAL DE LOS OCUPADOS)

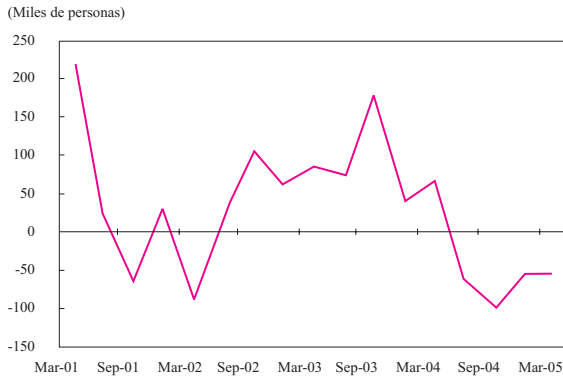


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

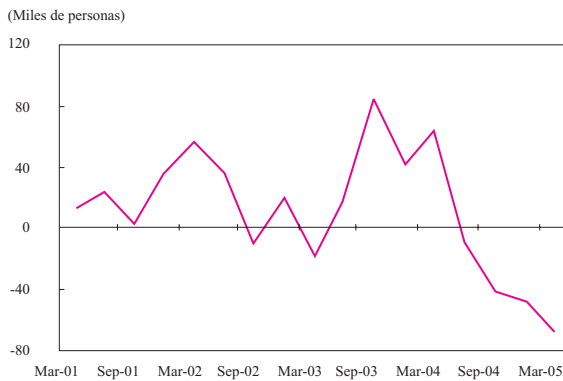
## GRÁFICO 14

### CREACIÓN DE EMPLEO

#### TRABAJADORES POR CUENTA PROPIA (32,7% DEL TOTAL DE LOS OCUPADOS)



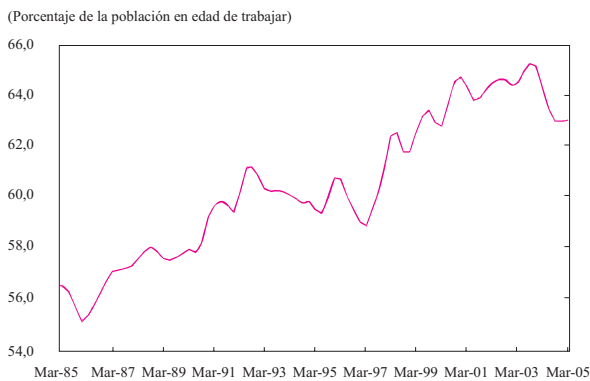
#### TRABAJADORES FAMILIARES SIN REMUNERACIÓN (2,3% DEL TOTAL DE LOS OCUPADOS)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

## GRÁFICO 15

### TASA GLOBAL DE PARTICIPACIÓN DE 7 CIUDADES SERIE EMPALMADA DE LAS MUESTRAS DE ENH Y ECH



Fuente: ENH y ECH, DANE, cálculos del Banco de la República.

cuenta propia, trabajadores familiares sin remuneración y/o empleados domésticos (Gráfico 14). De esta manera, la evolución del empleo y del desempleo refleja el dinamismo que mantiene la economía colombiana y, en particular, la actividad productiva privada, puesto que son estas actividades las que están generando las principales demandas de trabajo.

El otro factor que ha contribuido a la mejora en la tasa de desempleo ha sido el descenso en la tasa global de participación (TGP), cuyo promedio trimestral pasó de 61,8% en abril de 2003 a 61,2% en abril de 2004, y a 59,4% en el mismo mes de 2005.

La disminución en la TGP puede asociarse al ciclo económico (Gráfico 15). Aunque la muestra es reducida y es necesario empalmar las encuestas nacional y continua de hogares del DANE, se observa que en el anterior ciclo de expansión económica, la TGP también se redujo de manera importante (en el período 1992-1997). Este indicador había presentado un crecimiento secular desde cuando existen mediciones (1984), con algunos períodos de ligero retroceso asociados con épocas de expansión económica. Precisamente, una hipótesis que podría explicar la reducción que se presenta en la TGP desde mediados de 2004 tiene que ver con el aumento en el ingreso familiar y la estabilidad laboral. La información a mayo en las trece principales ciudades muestra que, en comparación con 2004, las cabezas de hogar se demoran un mes menos en conseguir empleo (pasó de cerca de 42 semanas a cerca de 37 semanas), y el trabajo que consiguen tiene más posibilidades de estabilidad y es menos probable que sea considerado como subempleo.

Como resultado, se estaría postergando el ingreso al mercado laboral de los miembros más jóvenes de los núcleos familiares o los trabajadores secundarios (amas de casa, personas de tercera edad, etc.), o incluso parte de esta población que estaba vinculada al mercado laboral habría pasado a la población económicamente inactiva. Como se ve en las cifras de la Encuesta continua de hogares del DANE, buena parte de los nuevos inactivos respondieron que la educación es la actividad que reemplaza su participación en el mercado laboral. En segundo lugar, se encuentran las personas que retornaron a los oficios del hogar, como razón para salir del mercado laboral a la inactividad.

## II. LA INFLACIÓN EN LO CORRIDO DE 2005 Y PERSPECTIVAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE

*El comportamiento de la inflación muestra que el manejo de la política monetaria ha sido consistente con el cumplimiento de las metas de inflación y con la estabilización de precios en el largo plazo, tal y como lo exige el mandato constitucional.*

En el transcurso del año los precios han seguido un comportamiento acorde con el rango meta de inflación para 2005 establecido por el Banco de la República entre 4,5% y 5,5%. La mayoría de los indicadores de precios se redujo de manera significativa en la primera mitad del año. En particular, la inflación anual al consumidor disminuyó de 5,5% en diciembre a 4,8% en junio. La caída en la inflación sin alimentos fue incluso más importante ya que pasó de 5,5% a 4,3% en igual período (Gráfico 16).

El comportamiento de la inflación básica durante los últimos meses continuó la tendencia decreciente observada en Colombia desde finales de 2003 y que hizo posible el cumplimiento de la meta de inflación el año pasado. El promedio de los tres indicadores monitoreados por el Banco (sin alimentos, núcleo y sin alimentos ni servicios) se situó en 4,25% en junio, 105 puntos básicos (pb) menor que el registro de diciembre del año pasado y por debajo del punto medio del rango meta (Gráfico 17).

La reducción de la inflación ha sido posible por varias razones:

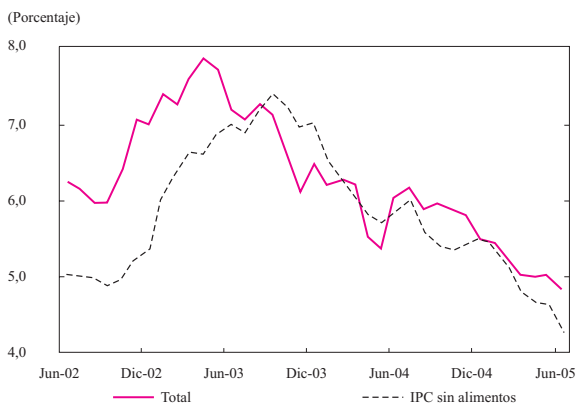
*El comportamiento de la inflación básica durante los últimos meses continuó la tendencia decreciente observada en Colombia desde finales de 2003 y que hizo posible el cumplimiento de la meta de inflación el año pasado.*

- *La existencia de expectativas de inflación decreciente y cercana a la meta anunciada por el Banco.* La disminución de la inflación a niveles de un dígito desde hace ya seis años y su tendencia decreciente desde mediados de 2003 ha aumentado la confianza en la política monetaria y ha reducido el grado de indexación de precios y salarios (Gráfico 18).

El Cuadro 3 muestra las negociaciones salariales de 2004 y 2005 para el año en curso y para el siguiente año. Se evidencia el menor grado de indexación de los salarios en el último año. Por ejemplo, en 2004 el 36,1% de las negociaciones salariales de este mismo año acordaron un aumento salarial de 6,7%, mientras que para 2005 el 64,4% de las negociaciones

GRÁFICO 16

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR



Fuente: DANE.

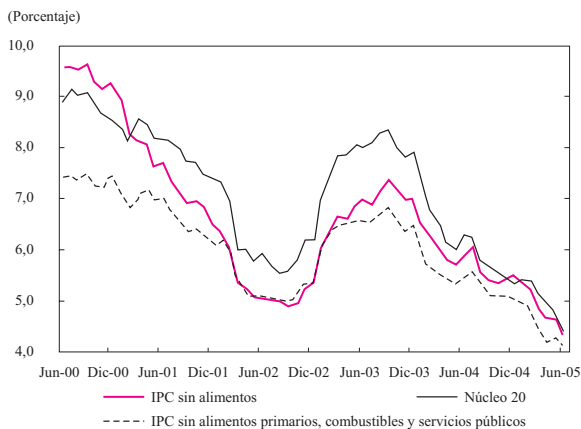
GRÁFICO 18

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DERIVADAS DE LOS CONTRATOS TES TASA FIJA Y TES TASA VARIABLE (CON INFORMACIÓN A JUNIO 30)



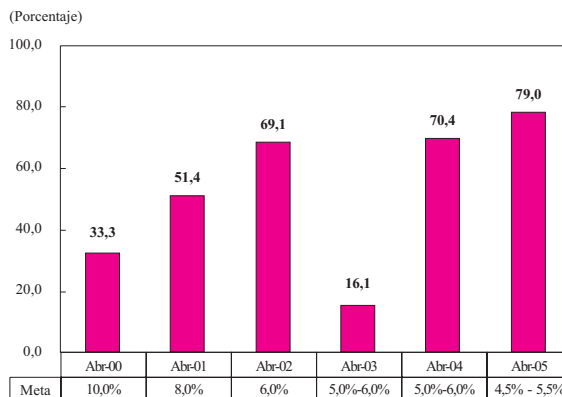
GRÁFICO 17

INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CREDIBILIDAD EN LA META DE INFLACIÓN DE LOS AÑOS 2001 A 2005 (ENCUESTA REALIZADA EN ABRIL DE CADA AÑO)



Fuente: Banco de la República.

CUADRO 3

BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL (PORCENTAJE)

Pactado para el año en curso	<5	[5,6]	[6,7]	[7,8]	[8,9]	>9
Pactado en 2004 (cifras a noviembre)	1,90	10,66	36,10	41,37	7,92	2,05
Pactado en 2005 (cifras a mayo)	1,67	64,39	20,16	11,04	2,33	0,41
Pactado para el siguiente año	<7	>7	IPC	IPC +1	IPC +2	Otros
Pactado en 2004 (cifras a noviembre)	10,53	10,84	25,27	33,35	2,52	17,50
Pactado en 2005 (cifras a mayo)	8,08	0,00	57,11	13,89	6,36	14,56

Fuente: Ministerio de la Protección Social, cálculos Banco de la República.

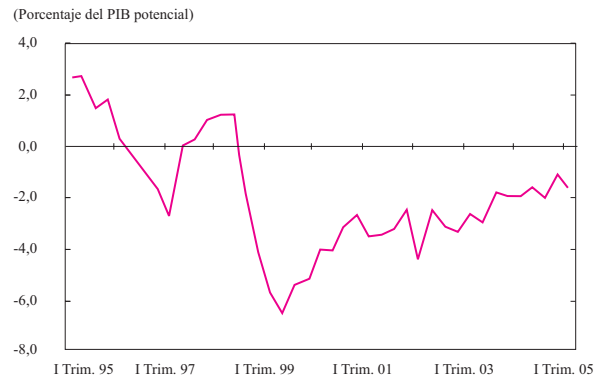
salariales se efectuaron sobre la base de un incremento de 5,6% en el año. De otro lado, en 2004 el 33,4% de las negociaciones acordaron un aumento salarial igual a IPC + 1 para el año siguiente, mientras que en las negociaciones de 2005, el 57,1% acordó un aumento salarial igual a IPC para 2006.

- Excesos de utilización de capacidad todavía disponibles en la economía.* Estos se reflejan en una tasa de subutilización de los recursos productivos. Aunque el crecimiento de los dos últimos años ha reducido paulatinamente la brecha del producto (distancia que separa el producto observado del producto potencial) y a pesar de la incertidumbre en la medición de esta variable todo parece indicar que el aumento en la inversión y las ganancias en productividad han hecho más lento su cierre (Gráfico 19). En efecto, la expansión de la capacidad productiva y el aumento de la productividad permiten aumentar el potencial de crecimiento de la economía sin que se generen presiones inflacionarias importantes. La permanencia de excesos de capacidad productiva, junto con la mayor competencia que enfrenta el sector productivo ante el aumento en las importaciones pueden estar limitando el poder de fijación de precios de las empresas, lo cual se manifiesta en menores presiones inflacionarias de demanda. Por ejemplo, la reducción de la inflación de no transables (sin alimentos), de 6,2% en diciembre a 5,2% en junio, refleja escasas presiones de demanda y expectativas de inflación decrecientes (Gráfico 20). Este hecho, unido a la credibilidad que ha ganado la política monetaria han permitido el mantenimiento de una política monetaria expansiva, al tiempo con una inflación decreciente.

- La apreciación acumulada del tipo de cambio.* Aunque el grueso de la apreciación se presentó a finales de 2004 y en los últimos meses, la tasa de cambio ha permanecido estable, el rezago con que se transmiten sus movimientos a la inflación al consumidor ha

GRÁFICO 19

**BRECHA DEL PRODUCTO**

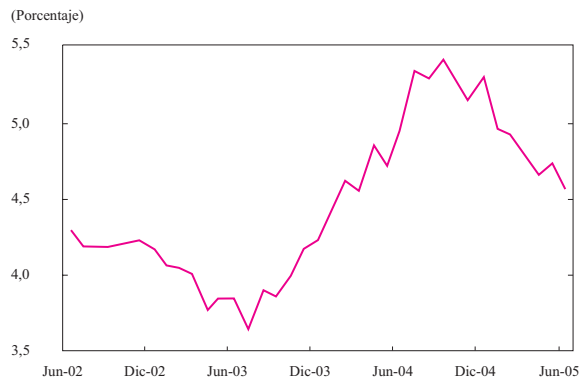


Fuente: Banco de la República.

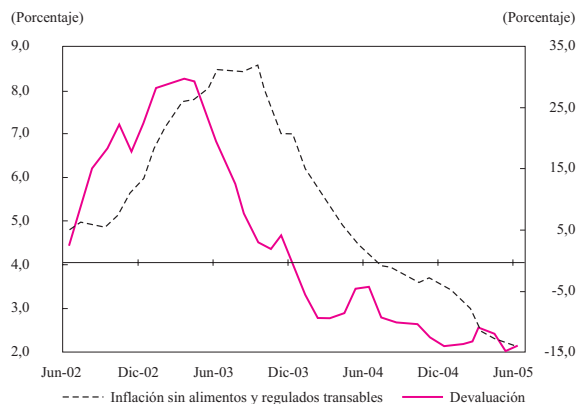
GRÁFICO 20

**INFLACIÓN ANUAL**

**NO TRANSABLES (EXCLUIDOS ALIMENTOS Y REGULADOS)**



**TRANSABLES (EXCLUIDOS ALIMENTOS Y REGULADOS) Y DEVALUACIÓN**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

hecho posible que ésta continúe disminuyendo. Así, la inflación de transables del IPC (sin alimentos ni regulados) pasó de 3,5% a 2,1% entre diciembre de 2004 y junio de 2005, y su nivel actual es el menor entre los diferentes componentes del IPC.

Los factores anteriores han compensado el efecto alcista que se esperaba por el aumento en el precio de los combustibles, directa o indirectamente (mediante aumentos en los precios del transporte público). Otro elemento alcista de menor influencia hasta ahora lo constituyen los reajustes no esperados en los precios de los alimentos, concretamente de los perecederos como papa, hortalizas y tubérculos, por circunstancias asociadas con su ciclo normal de producción.

La estabilidad observada en el tipo de cambio durante lo corrido de 2005 permite confiar en una baja inflación de transables para finales de año. Tampoco se esperan presiones alcistas por el lado de las expectativas, si se tiene en cuenta que: i) la política monetaria tiene alta credibilidad, ii) la JDBR reitera su compromiso de alcanzar la meta de inflación futura, iii) la inflación está cayendo al límite inferior del rango meta, iv) además, como es tradicional, buena parte de los ajustes en precios para 2005, muy probablemente, ya se efectuaron en la primera mitad del año.

Respecto a los precios de los alimentos perecederos, no se descartan aumentos adicionales hasta agosto, pero es probable que disminuyan hacia finales de año y que no induzcan aumentos importantes de la inflación. Así mismo, aunque se espera que los precios de los combustibles continúen aumentando, su crecimiento sería menor que el registrado en 2004 y comienzos del presente año.

Finalmente, en lo que respecta a la evolución de la inflación para el resto del año y el siguiente, la mayor incertidumbre se presenta en el nivel de las posibles presiones de demanda. En principio, las estimaciones del Banco sugieren que, con un crecimiento de la economía de 4%, la brecha del producto se mantendría en terreno negativo. Esto implicaría todavía la presencia de excesos de capacidad productiva y de un mercado laboral holgado que frenarán el surgimiento de presiones inflacionarias importantes.

Sin embargo, a pesar de que los cálculos de brecha del producto son imprecisos y que la brecha se seguiría cerrando probablemente en el transcurso del año, dichas presiones no se pueden descartar plenamente. Al respecto, la autoridad monetaria está atenta al comportamiento de la inflación de no transables y de otros indicadores que puedan señalar cuellos de botella sectoriales, problemas de abastecimiento o aumentos en los márgenes de beneficio de las firmas.

*La probabilidad de cumplir el rango meta de inflación entre 4,5% y 5,5% es alta.*

En conjunto, los anteriores elementos sugieren que la probabilidad de cumplir el rango meta de inflación entre 4,5% y 5,5% es alta. Adicionalmente, de

acuerdo con los modelos del Banco de la República, la inflación sin alimentos podría situarse alrededor de este rango para finales de año. El análisis también sugiere que la inflación continuará cayendo en 2006.

El comportamiento de la inflación muestra que el manejo de la política monetaria ha sido consistente con el cumplimiento de las metas de inflación y con la estabilización de precios en el largo plazo, tal y como lo exige el mandato constitucional. Como se verá en el siguiente capítulo, esto se ha logrado en el contexto de una política monetaria holgada, expresado en bajas tasas de interés de intervención del Banco y en un fuerte crecimiento de los agregados monetarios.

*El análisis también sugiere que la inflación continuará cayendo en 2006.*

### III. LA POLÍTICA MONETARIA

*los agregados monetarios y el crédito crecen a tasas altas, en tanto que las tasas reales de interés pasivas y activas del sistema bancario se mantienen en un nivel históricamente bajo.*

Enmarcada en el esquema de *inflación objetivo*, la postura de la política monetaria en Colombia se caracteriza por tratar de obtener el máximo crecimiento del PIB, coherente con el logro de las metas de inflación. En vista de que la inflación y las expectativas de ésta están alineadas con las metas, que la actividad económica aún se encuentra por debajo de su nivel potencial y que el desempleo sigue siendo alto, en lo corrido del año se ha mantenido un estímulo monetario considerable a la economía, en contraste con lo observado en otros países de América Latina.

Con este propósito, tal como se explica a continuación, la JDDBR ha venido empleando de manera coherente sus dos instrumentos de política más importantes. De una parte, redujo la tasa de interés de intervención (tasa Repo) en diciembre y, de otra, el Banco continúa participando activamente en el mercado cambiario a través de la compra directa de divisas. En este contexto, los agregados monetarios y el crédito crecen a tasas altas, en tanto que las tasas reales de interés pasivas y activas del sistema bancario se mantienen en un nivel históricamente bajo. Esta postura monetaria, en compañía de las mejoras en los niveles de confianza y de condiciones externas favorables, hacen razonable esperar un crecimiento del PIB de 4%, similar al de los dos años anteriores, a la vez que se alcanza la meta de inflación de 2005 y se espera que ésta continúe disminuyendo en 2006.

*El cambio más reciente que realizó la JDDBR a las tasas de interés de intervención tuvo lugar el día 17 de diciembre de 2004, con una reducción de 25 pb en su nivel.*

#### A. TASAS DE INTERÉS Y AGREGADOS MONETARIOS

##### 1. Tasas de interés

###### a. *Tasas de intervención del Banco de la República*

El cambio más reciente que realizó la JDDBR a las tasas de interés de intervención tuvo lugar el día 17 de diciembre de 2004, con una reducción de 25 pb en su nivel. De



esta forma, las tasas de expansión por subasta y ventanilla se situaron en 6,5% efectivo anual (efectivo anual) y 10,25% efectivo anual, respectivamente; y las de contracción en 5,5% y 4,5% en el mismo orden. Posteriormente, a partir del 22 de diciembre del mismo año, la JDBR suspendió las operaciones de contracción por subasta y ventanilla (Cuadro 4).

b. *Tasas de interés de mercado*

En los primeros seis meses de 2005, la tasa de interés interbancaria (TIB) nominal se situó en 6,36% en promedio, 71 pb menos que lo observado en el mismo período de 2004 (Gráfico 21). Este comportamiento estuvo relacionado con la

CUADRO 4

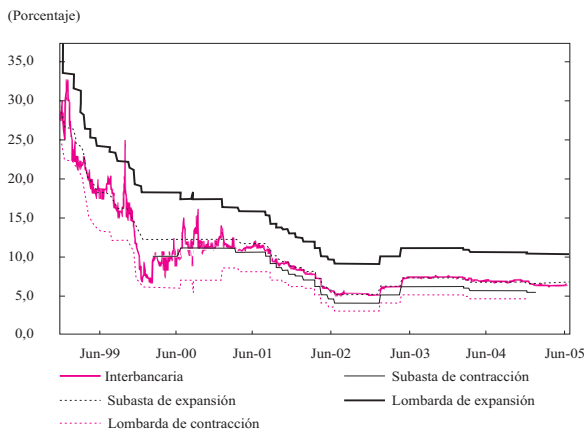
TASAS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (PORCENTAJE)

Fechas devigencia		Mínima de contracción (Lombarda)	Máxima para subasta de contracción	Mínima para subasta de expansión	Máxima de expansión (Lombarda) del período	Tasa interbancaria		
Desde	Hasta					Promedio	Fin de	Real
Dic-17-01	Ene-18-02	6,25	7,50	8,50	12,25	8,43	7,86	0,46
Ene-21-02	Mar-15-02	6,00	7,00	8,00	11,75	7,82	7,83	1,83
Mar-18-02	Abr-12-02	5,25	6,25	7,25	11,00	7,29	7,21	1,48
Abr-15-02	May-17-02	4,25	5,25	6,25	10,00	6,15	6,04	0,19
May-20-02	Jun-14-02	3,75	4,75	5,75	9,50	5,69	5,63	(0,58)
Jun-17-02	Ene-17-03	3,25	4,25	5,25	9,00	5,22	5,06	(2,17)
Ene-20-03	Abr-28-03	4,25	5,25	6,25	10,00	6,15	6,23	(1,50)
Abr-29-03	Feb-20-04	5,25	6,25	7,25	11,00	7,41	7,38	1,03
Feb-23-04	Mar-19-04	5,00	6,00	7,00	10,75	7,16	7,08	0,82
Mar-23-04	Dic-17-04	4,75	5,75	6,75	10,50	6,93	6,87	1,30
Dic-20-04	Dic-21-04	4,50	5,50	6,50	10,25	6,62	6,63	1,07
Dic-22-04 (*)	Jun-30-05	-	-	6,50	10,25	6,38	6,35	1,29

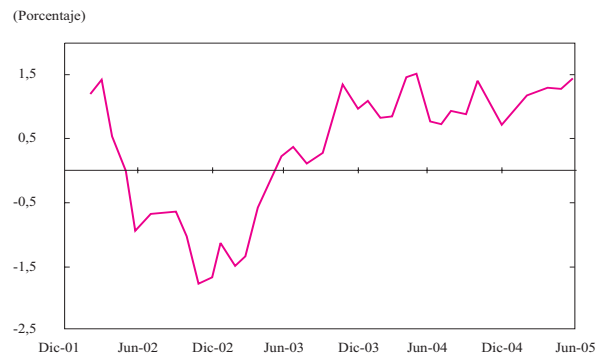
(\*) Desde el 22 de diciembre de 2004, el Banco suspendió la ventanilla de captación (subasta y lombarda). Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria (tasa interbancaria).

GRÁFICO 21

TASA INTERBANCARIA Y DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (\*)



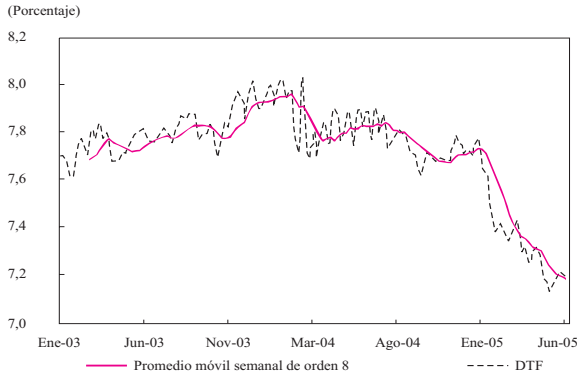
TASA INTERBANCARIA REAL



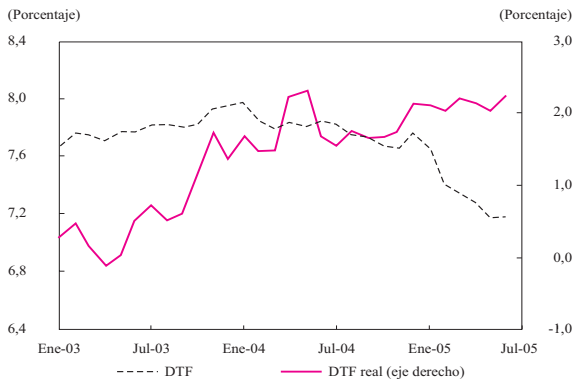
(\*) Desde el 22 de diciembre de 2004, el Banco de la República suspendió la ventanilla de contracción (subasta y lombarda). Fuente: Banco de la República.

TASA DE INTERÉS

DTF



DTF NOMINAL Y REAL (\*)



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

reducción de 75 pb en las tasas de intervención del Banco de la República durante 2004 y con los cambios en el manejo de la liquidez. En términos reales, la TIB promedio entre enero y junio de 2005 fue de 1,22%, inferior en 15 pb al promedio de 2004.

El Gráfico 22 muestra que la reducción en las tasas de interés del Banco de la República también afectó la tasa nominal de captación DTF<sup>2</sup>. Su promedio de los primeros seis meses de 2005 fue 7,39%, 45 pb inferior al registrado entre enero y junio de 2004. Sin embargo, para el mismo período de 2005, la DTF real promedio se situó en 2,14%, equivalente a un incremento de 33 pb frente al registro promedio de los cinco primeros meses de 2004.

La tasa nominal de interés de créditos por destino económico también mostró un descenso y en junio de 2005 presentó los siguientes niveles promedio: 24,30% para consumo, 16,68% para préstamos ordinarios, 10,38% para crédito preferencial y 8,86% para préstamos de tesorería. Estos registros fueron inferiores, en el mismo orden, en 174 pb, 102 pb, 39 pb, y 76 pb, frente a lo observado en igual período de 2004 (Gráfico 23). En términos reales, estas tasas alcanzaron los siguientes niveles en promedio, en igual período de 2005: 18,57%, 11,30%, 5,29% y 3,84%, respectivamente (Cuadro 5).

c. Tasas de interés de los títulos de deuda pública

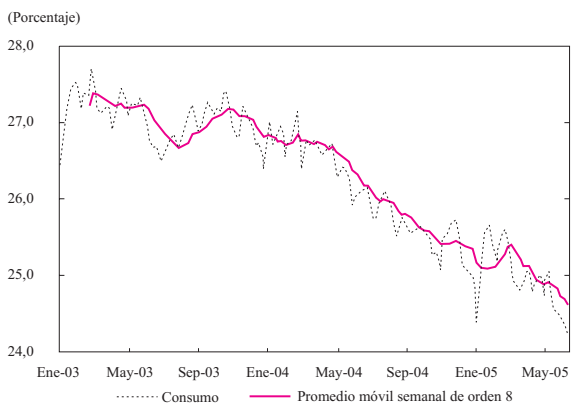
Durante el primer semestre del año, el mercado de deuda pública interna se caracterizó por presentar altos volúmenes de negociación y una tendencia a la baja en las tasas de interés en el mercado primario y secundario, de manera que alcanzó mínimos históricos. Esta tendencia se interrumpió temporalmente a finales de marzo debido a la incertidumbre sobre el manejo futuro de las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed).

En efecto, el 22 de marzo la Fed aumentó en 25 pb la tasa de los fondos federales, en concordancia con lo esperado por el mercado; no obstante, en su comunicado se manifestaba que las presiones inflacionarias en la economía de los Estados Unidos se habían incrementado durante los últimos meses. Luego de este anuncio

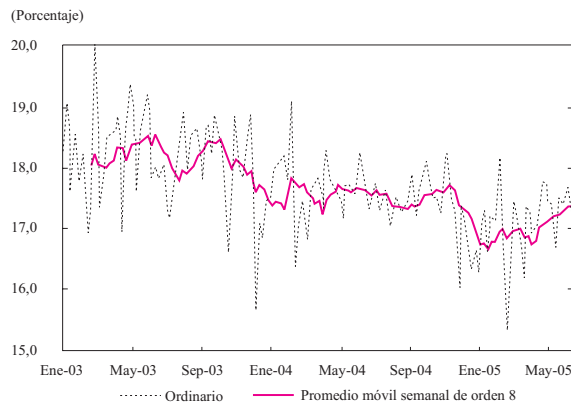
<sup>2</sup> Calculada como el promedio de las tasas de captación de depósitos a término fijo a 90 días.

## TASAS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS, POR DESTINO ECONÓMICO

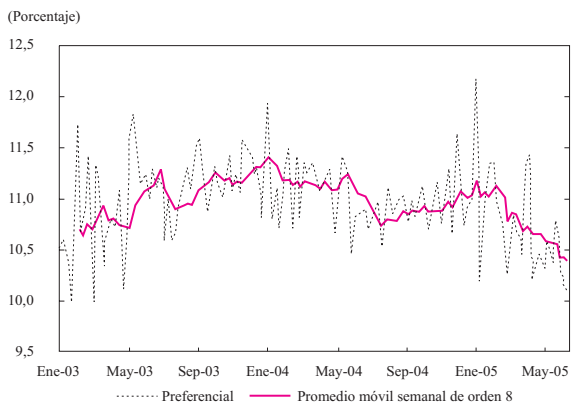
## CONSUMO



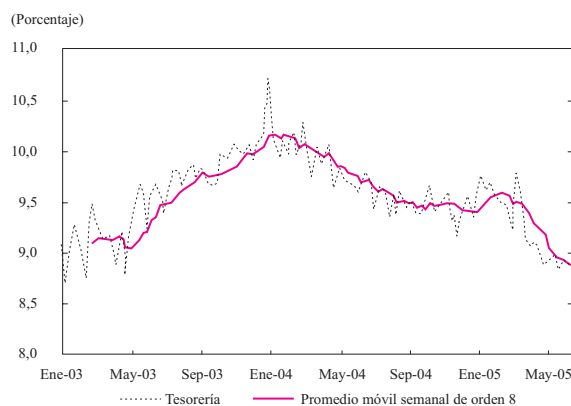
## ORDINARIO



## PREFERENCIAL



## TESORERÍA



Fuente: Cálculos del Banco de la República.

## TASAS DE INTERÉS ACTIVAS (\*)

Año	Consumo		Ordinario		Preferencial		Tesorería	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
2000	33,46	22,73	20,42	10,73	18,64	9,10	15,98	6,64
2001	31,32	21,99	19,40	10,91	14,14	6,03	13,89	5,80
2002	27,00	18,70	17,14	9,48	10,93	3,68	8,97	1,86
2003	26,73	19,01	16,81	9,69	11,38	4,59	10,24	3,52
2004	24,93	18,42	16,66	10,58	11,27	5,47	9,54	3,83
Jun-04	26,04	18,84	17,70	10,97	10,77	4,44	9,62	3,35
Jun-05	24,30	18,57	16,68	11,30	10,38	5,29	8,86	3,84

(\*) Datos fin de periodo.  
Fuente: Banco de la República.

los mercados mundiales presentaron un cambio de tendencia, reflejado inicialmente en un aumento de las tasas de interés de los títulos del Tesoro americano, a lo cual le siguió el incremento de los *spreads* de los títulos de deuda externa de la región y, finalmente, un aumento de la tasa de cambio y de la curva de deuda interna en el caso colombiano. La tasa de cambio pasó de \$2.338 a \$2.400 por dólar, y la curva cero cupón de los TES tasa fija aumentó 71 pb en promedio, entre el 11 y el 29 de marzo<sup>3</sup>.

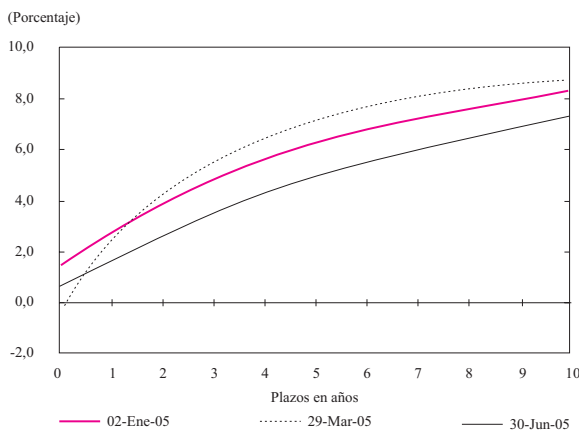
Con el objetivo de percibir la evolución futura de las tasas de interés de la Fed, los agentes colombianos iniciaron un seguimiento de los títulos del Tesoro americano, lo cual generó que los TES presentaran una correlación importante con estos papeles en los dos meses subsiguientes. La tendencia a la baja retornó al mercado de TES luego que los títulos del Tesoro americano presentaron una disminución en sus tasas de negociación (un aumento en precios) y los *spreads* de

los títulos de la región registraran una caída<sup>4</sup>. De igual forma, la tasa de cambio tuvo una tendencia revaluacionista al disminuir \$60 entre el 29 de marzo y el 12 de abril.

Para el resto del semestre, la caída en las tasas de los TES se debió a la demanda final de varios agentes, quienes perciben una tendencia favorable de la inflación y altos niveles de liquidez para el sistema financiero. La disminución de las tasas de negociación se ha dado especialmente en los títulos de mediano y largo plazos, los cuales terminaron el semestre por debajo de los niveles de marzo, de manera que alcanzaron mínimos históricos en términos nominales y reales. En el Gráfico 24 se observa la curva cupón cero tasa fija en pesos, después de restarle la inflación registrada en los últimos 12 meses.

## GRÁFICO 24

### CURVA SPOT TES-TASA FIJA, 2005



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC), cálculos del Banco de la República.

## 2. Agregados monetarios y portafolio financiero del sector real

Los agregados monetarios, el portafolio financiero del sector real y la cartera continúan con crecimientos superiores al PIB nominal. En lo corrido del año hasta junio, la base monetaria y M3 crecieron a tasas nominales de 18,4% y 17,8%, en promedio anual, respectivamente, que equivalen a crecimientos reales de 12,7% y 11,9% (gráficos 25 y 26). Al analizar la tendencia de M3 como proporción del

<sup>3</sup> Cada punto de la curva cero cupón refleja la tasa de interés correspondiente a un flujo que se paga en ese momento del tiempo. Es decir, el plazo de seis meses de la curva cero cupón refleja el rendimiento de un flujo que se pagará seis meses a partir de hoy. Esta curva es distinta de una curva de rendimientos cuyos puntos reflejan la tasa interna de retorno de títulos que tienen ese plazo al vencimiento, pero sus pagos de flujos pueden darse en diferentes puntos del tiempo. Si los títulos no tuvieran pagos de cupones y sólo de principal, la curva cero cupón y la curva de rendimientos serían iguales.

<sup>4</sup> Por ejemplo, el EMBI Colombia alcanzó mínimos históricos.

PIB, se observa que el grado de profundización financiera de la economía se encuentra por debajo de los niveles de la segunda mitad de la década pasada. Entre enero y abril de 2005, el portafolio financiero del sector real se incrementó en promedio anual 17,5%, explicado principalmente por las mayores tenencias de TES del sector privado, 34,3%. De otro lado, en los últimos seis meses el incremento de la cartera neta<sup>5</sup> fue de 13,8%, y el de la cartera neta ajustada, que incorpora las operaciones de titularización, fue de 16,1%<sup>6</sup>. No obstante, en términos del PIB, la cartera continúa en niveles históricos bajos, 21% del PIB, a pesar de la leve recuperación que tuvo en junio (Gráfico 27).

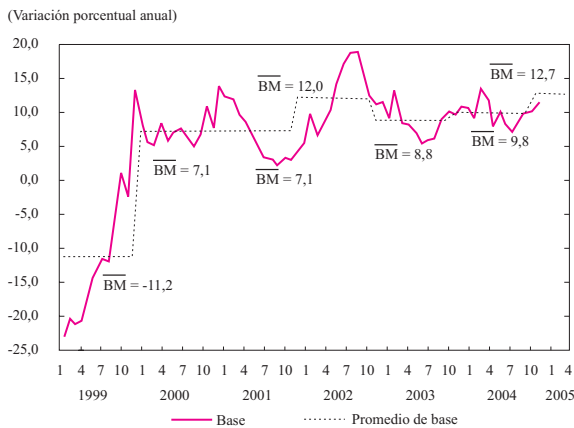
La aceleración en el crecimiento de los agregados monetarios y del portafolio en moneda doméstica está asociada, en buena medida, con la decisión de los agentes de demandar más activos en pesos y reducir el componente externo de su portafolio. Este cambio puede atribuirse, entre otros factores, a las bajas tasas de

<sup>5</sup> La cartera neta es igual a la cartera bruta menos las provisiones. No incluye operaciones de *leasing*. La información es reportada por los establecimientos de crédito a la Superintendencia Bancaria, con carácter preliminar, y no corresponde a balances del sistema.

<sup>6</sup> La cartera ajustada adiciona a las cifras de la Superintendencia Bancaria, la cartera que se ha retirado de los balances de los bancos por operaciones de titularización y que se encuentra vigente.

GRÁFICO 25

BASE MONETARIA REAL

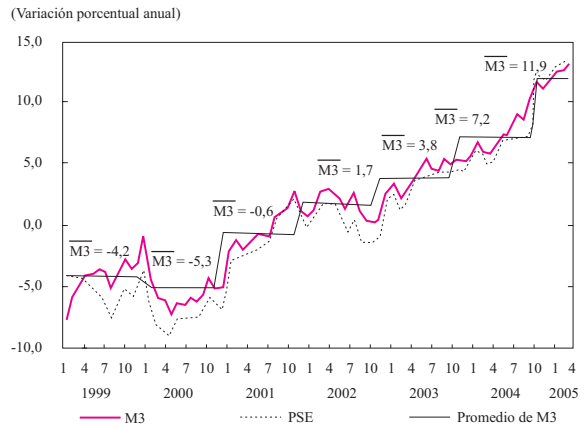


Fuente: Banco de la República.

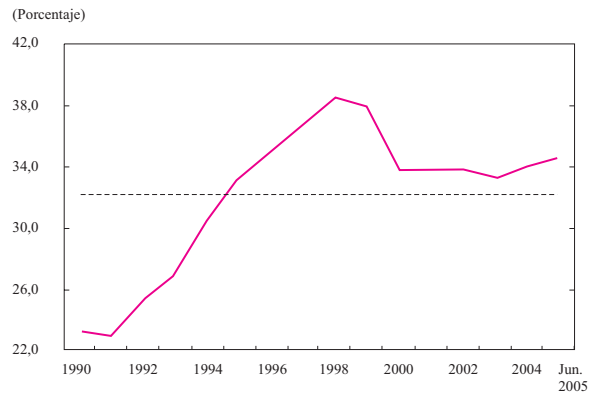
GRÁFICO 26

M3

M3 REAL



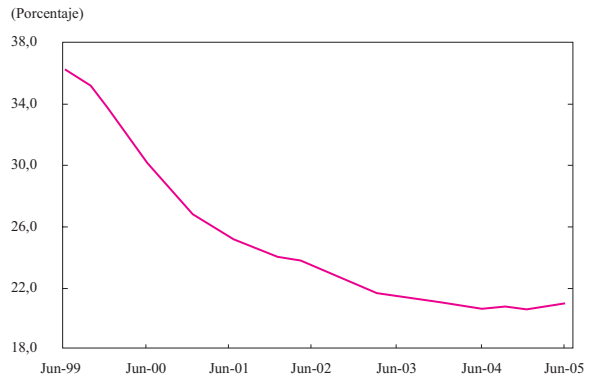
M3 COMO PROPORCIÓN DEL PIB



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 27

CARTERA NETA COMO PORCENTAJE DEL PIB (\*)



(\*) El PIB nominal se calcula como la suma de los flujos trimestrales entre fin de junio de 2004 y el PIB nominal proyectado para el mismo mes de 2005; la cartera neta es el promedio anual de datos semanales en moneda total sin FEN.

Fuente: Banco de la República.

*El grado de profundización financiera de la economía se encuentra por debajo de los niveles de la segunda mitad de la década pasada.*

interés externas, a la alta liquidez internacional y a una percepción más favorable del riesgo-país.

El aumento en la demanda por depósitos del sistema financiero se reflejó en el crecimiento de los pasivos sujetos a encaje (PSE), con una variación promedio anual de 18,4% nominal entre enero y junio de 2005, superior al respectivo crecimiento de la economía y mayor en 7,0% a la registrada en el mismo período de 2004. Los cuasidineros, compuestos por las cuentas de ahorro y certificados de depósito a término (CDT), fueron los depósitos que impulsaron la dinámica de los PSE, con variaciones anuales promedio de 27,5% y 12,8%, respectivamente. También se destaca el incremento en el valor promedio de los bonos emitidos por los establecimientos de crédito, con un crecimiento anual promedio de 34,3%.

La información sectorial muestra que a mayo de 2005, los PSE privados presentaron un crecimiento anual de 18,3%. Los depósitos del sector público se incrementaron en 21,5% anual, pese al descenso de 17,8% en las operaciones Repo que el sistema financiero realiza con el sector público, en especial con la Tesorería General de la Nación (Cuadro 6). Esto último es el efecto del cambio en el sistema de suministro de liquidez acordado entre el Gobierno y el Banco de la República (Recuadro 1).

El aumento en el nivel y la recomposición de los PSE, unidos a tasas de sobre-encaje históricamente altas, generaron para el mismo período crecimientos elevados de la demanda de reserva bancaria. En lo corrido del año hasta junio, el valor promedio de la reserva bancaria tuvo un incremento de 22,4% anual, registro

CUADRO 6

COMPOSICIÓN DEL AGREGADO AMPLIO M3 (\*)  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Marzo			Junio			Septiembre			Diciembre			Mayo		
	2003	2004	%	2003	2004	%	2003	2004	%	2003	2004	%	2004	2005	%
<b>M3 privado</b>	60.279	66.554	10,41	61.461	69.495	13,07	61.955	69.475	12,14	66.941	78.048	16,59	66.982	79.127	18,13
Efectivo	8.780	10.383	18,27	9.338	10.750	15,12	9.215	10.547	14,45	12.070	13.832	14,60	10.496	12.311	17,29
PSE	51.500	56.170	9,07	52.123	58.745	12,70	52.741	58.928	11,73	54.871	64.215	17,03	56.486	66.816	18,29
Ctas. ctes.	6.484	7.796	20,24	6.893	8.086	17,31	7.069	7.582	7,26	8.880	10.236	15,28	7.361	8.786	19,35
CDT	21.970	23.159	5,42	21.733	23.803	9,52	22.291	24.471	9,78	21.890	24.422	11,56	23.181	25.812	11,35
Ahorro	19.154	20.530	7,18	19.608	21.672	10,52	19.700	21.613	9,71	20.317	24.428	20,24	21.138	26.342	24,62
Otros	3.892	4.685	20,36	3.888	5.184	33,32	3.681	5.262	42,93	3.784	5.129	35,55	4.806	5.876	22,26
<b>M3 público</b>	13.814	17.145	24,11	15.478	16.621	7,38	15.427	18.474	19,75	15.450	19.068	23,42	17.172	20.860	21,48
Ctas. Ctes.	3.528	3.790	7,42	3.577	3.666	2,48	3.266	3.780	15,71	4.240	5.055	19,24	3.579	4.254	18,87
CDT	1.846	1.566	(15,15)	2.137	2.064	(3,42)	1.967	2.614	32,89	1.649	2.272	37,78	1.958	2.349	19,95
Ahorro	4.567	6.542	43,24	4.726	7.255	53,52	5.055	7.870	55,69	5.233	8.209	56,86	7.633	10.328	35,32
Repos	2.235	3.405	52,38	3.316	1.589	(52,09)	3.506	2.265	(35,40)	2.328	1.194	(48,71)	2.061	1.694	(17,81)
Otros	1.638	1.842	12,42	1.722	2.047	18,84	1.633	1.945	19,12	1.999	2.337	16,91	1.942	2.235	15,11
<b>M3 total</b>	74.093	83.699	12,96	76.939	86.115	11,93	77.383	87.949	13,65	82.390	97.116	17,87	84.155	99.987	18,81

(\*) Variación anual.  
Fuente: Banco de la República.

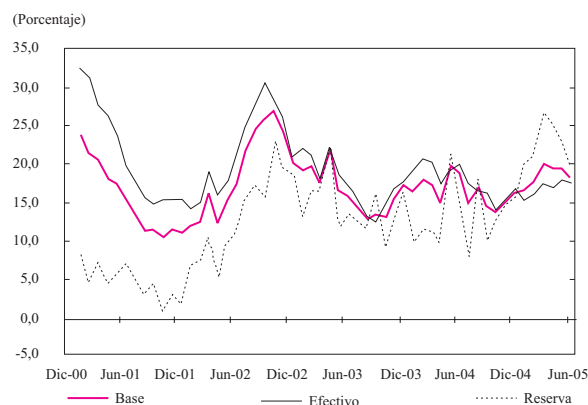
superior en 9,0 pp al registrado en el mismo período de 2004. Por otra parte, la demanda de efectivo continuó la dinámica observada desde la creación del impuesto a las transacciones financieras, al registrar un crecimiento promedio anual de 16,7% durante los primeros seis meses del año (Gráfico 28). Como resultado de estos eventos, hubo un fuerte aumento de la demanda de liquidez primaria, el cual se reflejó, en la primera parte del año, en el crecimiento anual promedio de la base monetaria de 18,4%.

En este contexto, de acuerdo con la estrategia de *inflación objetivo*, la reacción de las autoridades monetarias fue satisfacer el aumento de la demanda de liquidez al nivel de tasas de interés establecidas por la JDBR a partir del *Informe sobre Inflación*. Esto implicó que entre junio de 2004 y el mismo mes de 2005 se diera un aumento de \$2.670 miles de millones (mm) en la base monetaria, cuyo origen ha presentado algunas modificaciones respecto a años anteriores debido a la intervención del Banco en el mercado cambiario. En efecto, las compras netas de divisas por parte del Banco tuvieron un efecto expansionista de \$4.676 mm<sup>7</sup>, y dejaron como segunda instancia de expansión a los Repos netos los cuales aumentaron durante el período \$2.350 mm. Lo anterior fue compensado parcialmente con la contracción neta generada por los mayores depósitos del Gobierno en el Banco (\$6.432 mm) (Cuadro 7). Esto contrasta con años anteriores, en donde las operaciones netas con el Gobierno tenían un efecto expansionista. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el efecto monetario contraccionista de la venta de reservas al Gobierno, fue compensado en su totalidad con compras de TES.

Como se muestra en el Cuadro 8, a abril de 2005<sup>8</sup> las tenencias de TES del sector real crecieron 23,3% anual, cifra superior al crecimiento de M3. De esta manera, la importancia del monto de TES en el portafolio financiero en moneda legal del sector real continuó en aumento, y alcanzó una participación del 30,0% en abril de 2005.

Si el crecimiento de los agregados monetarios obedece a factores de demanda, éste no debe generar presiones inflacionarias. Sin embargo, en la medida en que se produzcan cambios en la situación de liquidez internacional, en las tasas de interés externas o en las expectativas de devaluación, que alteren las decisiones de demanda por liquidez por parte de los agentes, podrían presentarse excesos de oferta y, por tanto, habría riesgos de presiones inflacionarias a los cuales debe responder el Banco de la República.

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



Fuente: Banco de la República.

*Si el crecimiento de los agregados monetarios obedece a factores de demanda, éste no debe generar presiones inflacionarias.*

<sup>7</sup> Este es el efecto monetario de compras brutas de reservas de US\$3.719 m menos US\$1.650 m vendidos al Gobierno.

<sup>8</sup> La información del portafolio del sector solo está disponible a abril de 2005.

## FUENTES DE LA BASE MONETARIA

	2001	2002	2003	2004	Jun-04			Jun-05		
					Año completo	Año corrido	Mensual	Año completo	Año corrido	Mensual
<b>I. Gobierno</b>	1.537	1.296	914	(236)	(362)	(360)	252	(5.978)	(6.101)	(2.286)
Traslado utilidades	1.453	1.226	830	803	803	803	0	454	454	0
Pesos	1.453	1.226	1.481	803	803	803	0			
Dólares	0		(651)	0	0	0	0	454	454	
Depósitos en el Banco de la República	84	70	83	(1.039)	(1.165)	(1.163)	252	(6.432)	(6.555)	(2.286)
<b>II. TES Regulación</b>	(954)	150	568	(2.524)	(342)	(1.102)	(351)	1.291	2.713	(0)
Compras definitivas	160	1.208	893	1.017	1.178	285	0	3.671	2.933	0
Ventas definitivas				(2.967)	(983)	(983)	(272)	(1.989)	0	0
Vencimiento	(1.113)	(1.058)	(325)	(575)	(537)	(404)	(79)	(391)	(221)	(0)
<b>III. Repos</b>	(1.250)	1.349	1.492	(1.058)	716	(1.904)	242	2.350	1.504	2.115
Expansión 1/	(1.109)	1.322	1.386	(1.086)	461	(1.790)	352	2.208	1.504	2.115
Contracción	(141)	28	106	28	254	(115)	(110)	143	0	0
<b>IV. Divisas</b>	1.445	(517)	(703)	6.194	2.209	1.909	545	4.676	392	656
Opciones de acumulación	1.445	(517)	(703)	4.183	2.485	2.185	545	1.997		
Intervención discrecional				3.264	0	0	0	7.043	3.779	656
Venta de divisas al Gobierno 2/				(1.252)	(276)	(276)	0	(4.364)	(3.387)	
<b>V. Otros 3/</b>	159	178	239	272	354	87	(39)	330	145	25
<b>Variación total de la base</b>	937	2.457	2.510	2.647	2.575	(1.370)	650	2.670	(1.348)	509
<b>Saldo de la base</b>	11.648	14.105	16.615	19.262	15.244	15.244	15.244	17.914	17.914	17.914

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

2/ Incluye el efecto contraccionista para neutralizar el traslado de utilidades al Gobierno por US\$195.9 m (\$454 mm).

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

Fuente: Banco de la República.

## B. CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO Y CALIDAD DE LOS ACTIVOS

Desde mediados de 2004 se observa una aceleración en el crecimiento de los principales rubros del balance del sistema financiero. Esta dinámica positiva se presenta en los dos componentes más grandes del activo (cartera e inversiones), y está respaldada por un comportamiento similar en las captaciones de los intermediarios. Lo anterior permite suponer que en el mediano plazo el fondeo no representa una amenaza para el crecimiento del sistema (recuadros 2 y 3).

Por el lado activo hay que resaltar que, con cifras a mayo de 2005<sup>9</sup>, la cartera registró un crecimiento de 13,1% real anual (15%, si se corrige por titularizaciones<sup>10</sup>), uno de los niveles más altos desde la crisis de finales de la década pasada

<sup>9</sup> Esta sección contiene cifras a mayo de 2005, debido a que es la última información disponible de balances del sistema financiero. Las cifras de cartera de esta sección incluyen operaciones de *leasing*.

<sup>10</sup> Durante el último año, se efectuaron retiros de cartera de los balances del sistema financiero, por operaciones de titularización, por valor de \$1.290 mm. De estos, más del 90% correspondió a cartera hipotecaria.



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

	Total sector real								
	Total			Sector público			Sector privado (*)		
	M3	TES	M3 + TES	M3	TES	Total	M3	TES	Total
<b>Saldos</b>									
2003	82.390	31.613	<b>114.003</b>	15.450	16.612	<b>32.061</b>	66.941	15.001	<b>81.942</b>
2004	97.116	36.408	<b>133.524</b>	19.068	16.869	<b>35.937</b>	78.048	19.539	<b>97.587</b>
2005 Enero	96.037	38.018	<b>134.055</b>	19.477	16.887	<b>36.364</b>	76.560	21.131	<b>97.691</b>
Febrero	95.948	40.622	<b>136.570</b>	20.040	17.514	<b>37.554</b>	75.908	23.108	<b>99.016</b>
Marzo	96.915	40.671	<b>137.586</b>	18.939	18.029	<b>36.968</b>	77.976	22.643	<b>100.618</b>
Abril	98.672	42.340	<b>141.011</b>	20.146	18.524	<b>38.669</b>	78.526	23.816	<b>102.342</b>
<b>Variación anual absoluta</b>									
2003	9.318	2.754	<b>12.072</b>	3.145	-529	<b>2.616</b>	6.172	3.283	<b>9.456</b>
2004	14.725	4.795	<b>19.521</b>	3.619	257	<b>3.875</b>	11.107	4.539	<b>15.645</b>
2005 Enero	13.560	5.524	<b>19.084</b>	4.093	193	<b>4.286</b>	9.467	5.331	<b>14.798</b>
Febrero	13.207	7.149	<b>20.356</b>	3.975	908	<b>4.883</b>	9.232	6.242	<b>15.474</b>
Marzo	13.216	6.351	<b>19.567</b>	1.794	1.254	<b>3.049</b>	11.422	5.097	<b>16.519</b>
Abril	14.956	8.011	<b>22.967</b>	3.733	1.547	<b>5.279</b>	11.223	6.465	<b>17.688</b>
<b>Variación porcentual anual fin de:</b>									
2003	12,8	9,5	11,8	25,6	(3,1)	8,9	10,2	28,0	13,0
2004	17,9	15,2	17,1	23,4	1,5	12,1	16,6	30,3	19,1
2005 Enero	16,4	17,0	16,6	26,6	1,2	13,4	14,1	33,7	17,9
Febrero	16,0	21,4	17,5	24,7	5,5	14,9	13,8	37,0	18,5
Marzo	15,8	18,5	16,6	10,5	7,5	9,0	17,2	29,0	19,6
Abril	17,9	23,3	19,5	22,7	9,1	15,8	16,7	37,3	20,9

(\*) No incluye los TES del sector financiero.  
Fuente: Banco de la República.

(Gráfico 29). Esta situación se explica por el buen comportamiento de las carteras comercial y de consumo que crecen 12% y 27%, respectivamente, y que contrarrestan la tendencia decreciente que viene presentando la cartera hipotecaria. Esta última registra una caída real anual de 16% (-1%, si se corrige por titularizaciones).

Adicionalmente, la participación de las inversiones (principalmente en TES) en el activo de las entidades continuó incrementándose. A mayo de 2005, este activo registró una tasa de crecimiento de 20% real anual. La excepción de esta tendencia se dio en el mes de marzo de 2005, cuando se presentó el mencionado escenario de tensión en el mercado de deuda pública, que redujo el valor del portafolio.

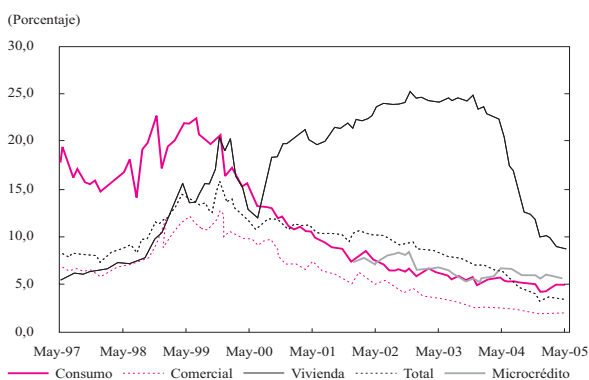
**CARTERA NETA: POR MODALIDAD DE CRÉDITO**  
**VARIACIÓN REAL ANUAL**



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 30

CALIDAD DE CARTERA POR MODALIDAD DE CRÉDITO (\*)



(\*) El índice de calidad de cartera se calcula como la cartera vencida sobre la cartera bruta.  
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

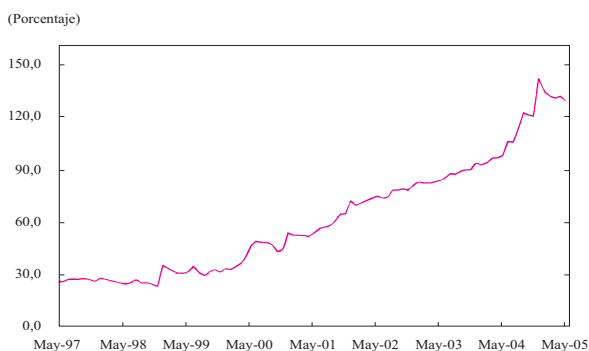
1. Calidad y cubrimiento

Además del buen comportamiento de los principales rubros del balance, se observa una reducción en el riesgo de crédito del sistema financiero. La razón de cartera vencida a cartera bruta registró en mayo de 2005 uno de sus mínimos históricos, al ubicarse en 3,4% (Gráfico 30). Esta tendencia decreciente del indicador de calidad de cartera se ha presentado para todas las modalidades de crédito, pero ha sido particularmente importante en el caso de la cartera hipotecaria. Lo anterior responde, en parte, a la reducción del acervo de cartera vencida, asociada a la venta, castigo y titularización de una parte significativa de la cartera de difícil recaudo, registrada en la segunda mitad de 2004.

Así mismo, el proceso reseñado ha venido acompañado de un mayor cubrimiento de la cartera vencida, mediante provisiones (Gráfico 31). Como resultado de esto, el riesgo de crédito de las entidades parece encontrarse en niveles históricamente bajos.

GRÁFICO 31

CUBRIMIENTO: PROVISIONES/CARTERA VENCIDA



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

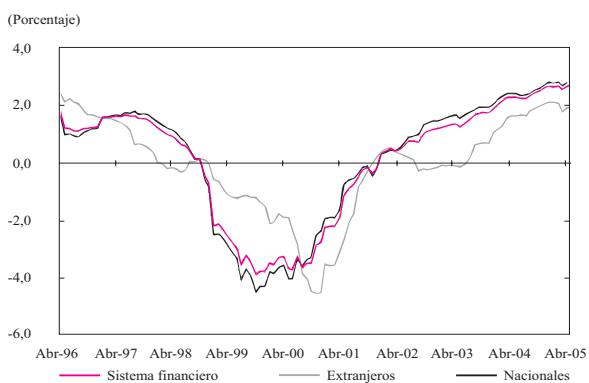
2. Rentabilidad y solidez patrimonial

Desde mediados de 2004 la rentabilidad del activo de los establecimientos de crédito ha sido superior a 2%, y alcanzó 2,8% en mayo de 2005 (Gráfico 32). Esto equivale a unas utilidades anualizadas de \$3 b. La tendencia reseñada se presenta en los principales ti-

GRÁFICO 32

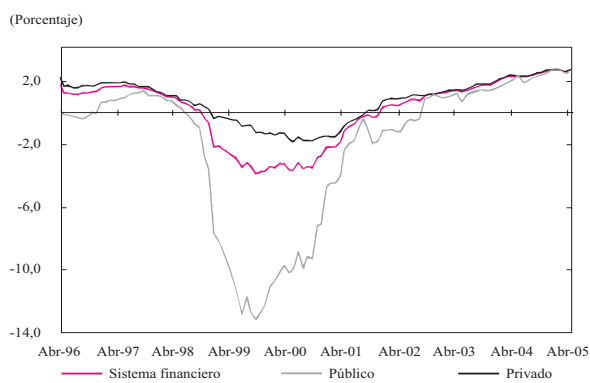
RENTABILIDAD DEL ACTIVO, POR TIPO DE ENTIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

EXTRANJEROS Y NACIONALES



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

PÚBLICO Y PRIVADO



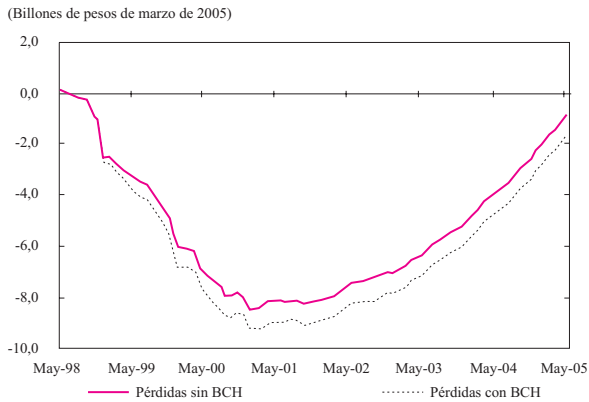
pos de intermediarios, con excepción de las entidades extranjeras que registran niveles de rentabilidad inferiores a los demás (1,9%). Incluso las entidades públicas, que durante la crisis se caracterizaron por presentar niveles importantes de pérdidas, registran retornos sobre activos similares a los del resto del sistema (2,7%).

A pesar del buen desempeño registrado en términos de utilidades, al acumular los resultados desde enero de 1998, aún se observan niveles negativos de \$900 mm a mayo de 2005 (Gráfico 33).

Por último, cabe resaltar que el nivel de solvencia de los intermediarios financieros (patrimonio técnico/activos ponderados por riesgo) se ubicó por encima de 14% en los primeros meses de 2005 (Gráfico 34). Este nivel es cinco puntos superior al mínimo exigido por la Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 33

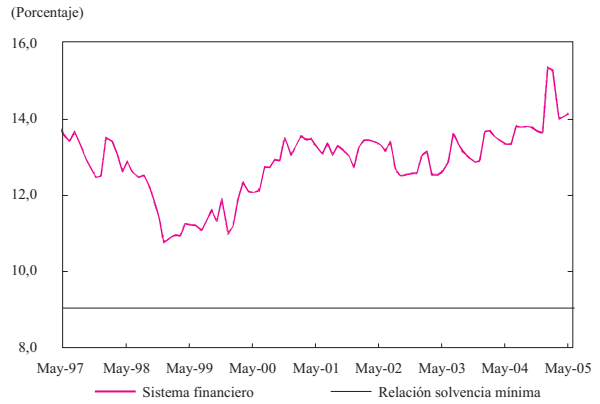
**PÉRDIDAS ACUMULADAS DEL SISTEMA FINANCIERO DESDE 1998**



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 34

**RELACIÓN DE SOLVENCIA (\*)**



(\*) La relación solvencia se calcula como el patrimonio técnico sobre los activos ponderados por riesgo.

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

### NUEVO ESQUEMA DE SUMINISTRO DE LIQUIDEZ

La JDBR, en su sesión de junio 3 de 2005, aprobó un nuevo esquema de suministro de liquidez apoyado en el manejo de la totalidad de los excedentes de liquidez del Gobierno en el Banco. El nuevo esquema es el resultado de un trabajo conjunto con la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN), el cual contó con el apoyo de las misiones del Banco Mundial y del First Initiative recogió los comentarios recibidos de las entidades financieras<sup>1</sup>.

El nuevo esquema tendrá múltiples beneficios para el mercado de capitales, el Gobierno nacional y el Banco de la República. Los principales objetivos son: mejorar la distribución de liquidez en el mercado, impulsar el desarrollo del mercado monetario y de deuda pública, y disminuir el riesgo operativo y crediticio de la DGCPTN en su proceso de inversión a tasas de mercado.

Bajo el nuevo esquema de suministro de liquidez, el cual empezó a operar plenamente el 22 de junio de 2005, la DGCPTN deposita la totalidad de sus recursos en el Banco de la República y éste los distribuye al mercado en concordancia con sus proyecciones monetarias. El nuevo esquema tomó lo mejor del anterior y modificó algunos aspectos para hacer más eficiente la distribución de la liquidez.

El Banco efectúa dos subastas diarias de Repos, de acuerdo con las proyecciones monetarias, a diferencia del anterior esquema donde solo se realizaba una subasta. La primera subasta se efectúa entre las 9:00 a. m. y las 9:15 a. m. y la segunda entre la 1:00 p. m. y la 1:15 p. m. Diariamente, con un día de anticipación, se anuncia el monto de la primera subasta y el cupo mínimo de la segunda. El cupo de la segunda subasta corresponde al mayor valor entre el remanente de la primera subasta y el cupo mínimo de la segunda subasta. Con la nueva subasta diaria se reemplaza la liquidez temprana que distribuía la DGCPTN anteriormente. El cupo mínimo de liquidez de la segunda subasta asegura que, independientemente del resultado de la primera subasta, siempre exista algún monto de recursos disponible en la tarde. Adicionalmente, se modificó el horario de la subasta tradicional para que coincida con el cierre de los mercados de deuda pública y de divisas, y se disminuyan así los imprevistos de liquidez por el cumplimiento de las operaciones en dichos mercados.

Por otra parte, mientras la programación monetaria lo permita, el Banco efectuará cada miércoles una subasta de Repos con un plazo de siete días. La subasta se realizará entre las 12:45 p. m. y la 1:00 p. m. Esta reemplaza los Repos a plazo que hacía la DGCPTN y permitirá al mercado monetario programar mejor sus necesidades a plazo.

Los límites al número de demandas por Repos (posturas) por agente y el monto total de recursos tomados al Banco son ahora menos restrictivos. En condiciones normales no se limitará el número de posturas por agente en las subastas, a diferencia del anterior esquema donde sólo se aceptaban tres posturas. Los establecimientos de crédito podrán mantener recursos del Banco de la República hasta por el 35% de

<sup>1</sup> First Initiative es una organización que financia actividades e intervenciones en el sector público, principalmente con provisión de fondos para la asistencia técnica, a hacedores de política y cuerpos reguladores.

sus pasivos sujetos a encaje, mientras que bajo el esquema anterior este porcentaje era del 15%. Este límite es considerablemente mayor a lo máximo que las entidades han tenido en Repos con el Banco y la DGCPTN en el pasado reciente. El Cuadro R1. 1 resume los cambios operativos del nuevo esquema.

**CUADRO R1.1**  
**ESQUEMA DE SUMINISTRO DE LIQUIDEZ**

	Anterior esquema	Nuevo esquema
Número de subastas diarias de repos a un día.	Una subasta.	Dos subastas.
Plazo de los repos.	Un día.	Un día, y siete días, si la programación monetaria lo permite.
Horarios de las subastas a un día.	11:30 a. m. - 12:00 a. m.	1ª subasta: 9:15 a. m. - 9:30 a. m. 2ª subasta: 1:00 p. m. - 1:15 p. m.
Horario subasta de siete días.		Miércoles: 12:30 p. m. - 12:45 p. m.
Anuncio cupos de las subastas.	El cupo de la subasta del día siguiente se anunciaba diariamente con un día de anticipación.	Diariamente, con un día de anticipación, se anunciará el monto de la primera subasta y el cupo mínimo de la segunda. El monto no adjudicado en la primera subasta se adicionará al valor mínimo de la segunda.
Número de posturas por agente en cada subasta de repos.	Tres posturas.	No habrá límite de posturas.
Aumento del cupo individual para los establecimientos de crédito.	15% de los Pasivos sujetos a encaje (PSE).	35 % de los PSE.

Fuente: Banco de la República.

Al depositar los recursos en el Banco de la República, la DGCPTN reduce el riesgo y costo en sus inversiones y, además, recibe tasas de interés que estarán más cerca de las del mercado. La tasa de interés para depósitos remunerados de la DGCPTN en el Banco a un día corresponde a la tasa mínima de expansión del Banco menos 5 pb; la siguiente tasa es la de corte de la subasta primaria de los TES B de corto plazo; y a un año se usa el promedio semanal de la tasa a 365 días de la *curva spot*. Para los demás plazos se efectúa una interpolación lineal<sup>2</sup> (Cuadro R1. 2).

El nuevo esquema representa múltiples beneficios a los mercados, principalmente:

- Existirá una sola tasa de interés de referencia para el mercado de Repos, y posiblemente se reducirá más la volatilidad de la tasa de interés interbancaria.

<sup>2</sup> El esquema de remuneración se calculará semanalmente los días jueves, o, si este día es festivo el día hábil inmediatamente siguiente, con los datos existentes en ese momento.

**CUADRO R1.2**  
**REMUNERACIÓN A LOS DEPÓSITOS DE LA DGCPTN EN EL BANCO DE LA REPÚBLICA**

<b>Plazo del depósito</b>	<b>Tasas anteriores Tasa + Margen (*)</b>	<b>Tasas actuales</b>
Primer día hábil	Contracción + 60 pb	Expansión - 5 pb
Siete días	Contracción + 80 pb	
15 días	Contracción + 100 pb	
91 días	Contracción + 160 pb	
122 días	Contracción + 200 pb	Subasta de TES B de corto plazo
182 días	Contracción + 250 pb	
365 días	Contracción + 325 pb	Promedio semana curva <i>spot</i>

(\*) Este sistema estuvo vigente hasta el 6 de junio de 2005.  
(n.d.) No disponible.  
Fuente: Banco de la República.

- El Banco tendrá mejor información sobre los flujos de la DGCPTN, lo cual conduciría a que las proyecciones monetarias sean más precisas.
- Se mejorará la transmisión de la política monetaria puesto que existirá una sola tasa de interés de referencia y la liquidez se distribuirá homogéneamente<sup>3</sup>.
- El Banco podrá distribuir la liquidez de una manera uniforme en momentos de estrés del mercado, al ser el principal oferente de la liquidez, lo cual disminuye el riesgo sistémico<sup>4</sup>.
- El mercado monetario tendrá certeza sobre la liquidez disponible al conocer los cupos del Banco. Antes, existía incertidumbre sobre qué porción de sus recursos depositaría la DGCPTN de manera directa en el mercado y qué porción llevaría, directa o indirectamente, al Banco.
- La nueva subasta de Repos a un día y la modificación del horario de la subasta tradicional le facilitará a las entidades el manejo de la liquidez durante el día. Las entidades seguirán teniendo acceso temprano a liquidez y, cuando ya conozcan el efecto de sus operaciones en el mercado de deuda pública y de divisas, a la 1:00 p. m., podrán ajustar su liquidez nuevamente.
- El Banco, al realizar Repos a plazos superiores a un día (si la programación monetaria lo permite), generará mayor estabilidad a las tesorerías de las entidades, y les facilitará así el manejo de su

<sup>3</sup> En lo que va corrido del 2005, la DGCPTN ha realizado operaciones Repo con 17 entidades y el Banco con 69.

<sup>4</sup> En la crisis de los TES B de 2002, la DGCPTN concentró sus excedentes de liquidez en pocas entidades y éstas disminuyeron su participación en el mercado interbancario de 40% a 20%, y en el mercado de Repos de 58% a 30%.

liquidez. Los agentes participarán en un mercado estandarizado y más profundo al tener una única metodología de valoración de títulos y de *haircuts*<sup>5</sup>.

- La DGCPTN tendrá un menor riesgo de crédito al invertir a tasas de mercado, lo mismo que un menor costo y riesgo operativo en su proceso de inversión.
- Por último, se ampliará la cantidad de títulos aceptados como respaldo de las operaciones de expansión monetaria, puesto que el Banco de la República recibe 14 títulos de deuda pública, mientras que la DGCPTN recibía seis.

---

<sup>5</sup> *Haircuts* es un porcentaje de descuento aplicado al precio del título, que asegura una cobertura ante una baja en sus precios.

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN

La evolución de los márgenes de intermediación financiera se ha convertido en un tema recurrente en los últimos meses. En este recuadro se describe la trayectoria de los márgenes de intermediación en los últimos años, con el fin de suplir la falta de mediciones juiciosas de estos y aportar elementos concretos y cuantificables a dicha discusión.

### I. ¿Cómo medir el margen?

Existen dos aproximaciones utilizadas usualmente para medir el margen de intermediación. La primera es conocida como el *margen ex ante*, el cual resulta de la comparación entre las tasas de interés implícitas que los establecimientos de crédito cobran por los nuevos préstamos (tasas activas) y las que estos reconocen por los nuevos depósitos (tasas pasivas). Esta medición tiene la ventaja de representar una aproximación del costo para el usuario de los recursos, derivado de la intermediación financiera. Sin embargo, esta medida tiene algunas limitaciones, tal como lo señalan varios estudios<sup>1</sup>: i) no considera la complicación de recuperar la totalidad de los créditos otorgados (riesgo de crédito), ii) las tasas activas y pasivas se construyen como promedios simples de operaciones con plazos y montos muy disímiles o con tasas que corresponden a un solo tipo de actividad.

La segunda forma de medir el margen de intermediación es el *margen ex post*. Este es una aproximación del margen del que se apropia el sistema financiero, por la labor de intermediación, y utiliza información

---

<sup>1</sup> Janna, M. et al. Medición y evolución de los márgenes de intermediación financiera para el caso colombiano 1996-2001. En: Borradores de Economía, Banco de la República, No. 182, 2001; Urrutia, M. El margen de intermediación y la importancia de su medición. En: Revista del Banco de la República, Vol. 73, No. 870, pp. 5-17, 2000.

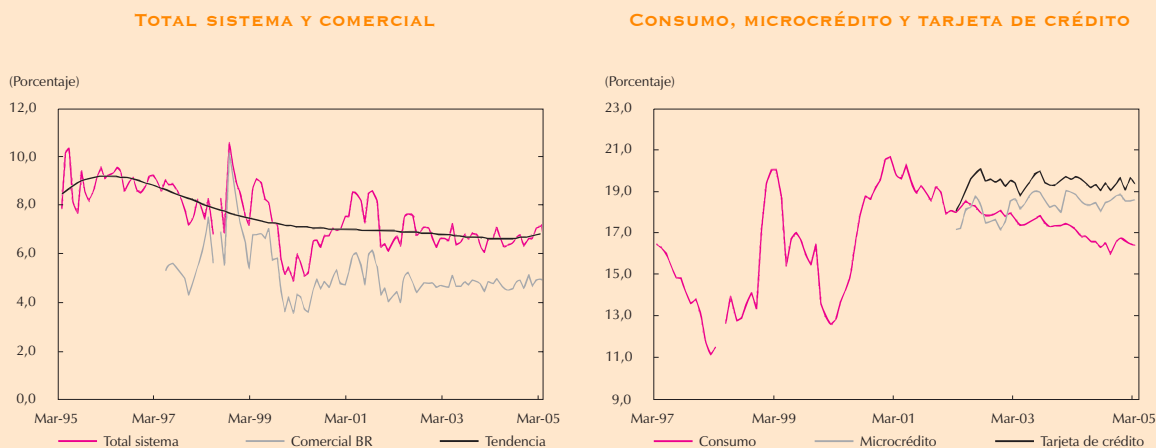
de los estados financieros de las entidades de crédito. Para su medición, se construyen tasas de interés implícitas, tanto activas como pasivas, que reflejen el ingreso y el costo promedio de las operaciones de intermediación financiera. Esta metodología tiene la ventaja de que representa una medida promedio de toda la actividad de intermediación (y no solo de las operaciones en el margen). No obstante, no existe consenso sobre la definición de intermediación financiera, por lo que su cálculo dependerá de cuán amplia sea la definición utilizada.

## II. Evolución reciente del margen

### A. Margen *ex ante*

Los gráficos R2.1 y R2.2 muestran la evolución del margen de tasas reales *ex ante* para diferentes actividades financieras (tasa de consumo, tasa comercial, tasa de microcréditos, tasa de tarjetas de crédito y tasa activa total<sup>2</sup>) construido con dos indicadores diferentes de la tasa pasiva. El Gráfico R2.1 usa la tasa de CDT como tasa pasiva, mientras que el Gráfico R2.2 usa una tasa pasiva que incluye un promedio ponderado de diferentes tipos de depósitos del sistema financiero<sup>3</sup>.

**GRÁFICO R2.1**  
**MARGEN DE INTERMEDIACIÓN (EX ANTE) USANDO TASA CDT**



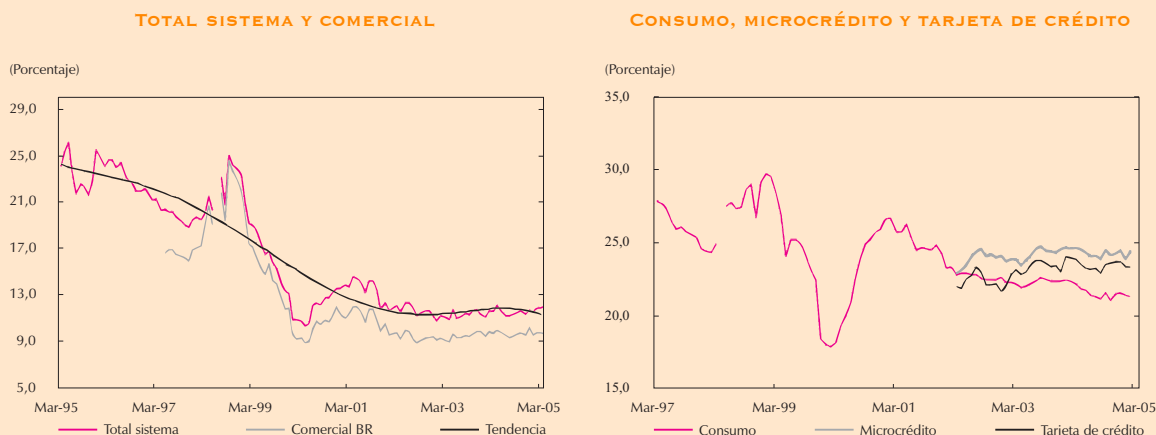
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

<sup>2</sup> Calculada como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de: consumo, preferencial, ordinario y tesorería, para los días hábiles del mes. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso diario.

<sup>3</sup> Esta tasa pasiva se calculó como el promedio ponderado (por la participación en el acervo de depósitos) de la tasa de interés de los CDT desembolsados en cada período, la tasa de las cuentas de ahorro y la tasa de las cuentas corrientes (que se supuso en 0%).



**GRÁFICO R2.2**  
**MARGEN DE INTERMEDIACIÓN USANDO TASA EX ANTE**



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Como se muestra en el Gráfico R2. 1, a partir de la primera medición, el margen es dos puntos porcentuales más bajo que una década atrás (exceptuado el período 1999-2000<sup>4</sup>), mientras que al utilizar la segunda medición (Gráfico R2. 2), el diferencial de tasas es casi la mitad de lo que se cobraba en ese entonces. Las diferencias en estos resultados se explican por el comportamiento de la tasa pasiva. En la segunda medición la tasa pasiva es más baja (y da lugar a un margen más alto), pues incluye otros depósitos que tienen menor costo. En la misma línea, la reducción en el margen se debe a una mayor participación de los depósitos de menor costo dentro del total, consistente con escenarios de baja inflación.

En general, se observa que, en la actualidad, el margen promedio para el total del sistema se encuentra en su nivel más bajo de los últimos diez años, a excepción de los años 1999 y 2000. Buena parte de esa reducción se atribuye al desmonte gradual de cargas reguladoras al sistema financiero en la última década, como los encajes y las inversiones forzosas, al igual que a la reducción de la inflación. Este comportamiento descendente también se aprecia en el caso del margen de intermediación exclusivo de los créditos de consumo y de los créditos comerciales.

Se debe señalar que los márgenes de intermediación sobre créditos de consumo, tarjetas de crédito y microcréditos son sustancialmente más altos que los de los créditos ordinarios. Esto se explica por las mayores tasas de interés que se cobran por esos préstamos debido a que una parte importante de ellos no tiene colaterales que los respalden, y suelen presentar tasas más altas de morosidad (riesgo de crédito). Además, al igual que en muchos países del mundo, la administración de este tipo de créditos es más costosa.

<sup>4</sup> Es importante resaltar que los datos correspondientes a 1999 y principios de 2000 están sesgados por el control de tasas que se impuso en este período. Esta situación se vio reflejada en un racionamiento de la oferta de crédito, que provocó que sólo se prestara a individuos con muy bajo riesgo de crédito. Por esta razón se presentan bajos márgenes en este período sin que esto haya implicado una mejora en términos de bienestar social.

Este comportamiento refleja que el margen, medido con tasas marginales, no se encuentra en niveles atípicamente altos. De esta manera, el costo que un agente promedio de la sociedad enfrenta por depositar una suma de dinero en un banco y luego pedir un préstamo, no solo no representa un exceso con respecto al comportamiento histórico, sino que se encuentra en uno de los niveles más bajos de la última década.

#### B. Margen ex post

Como se mencionó anteriormente, la medición del margen a través de tasas *ex post* es sensible a la definición de intermediación financiera escogida. Por ejemplo, suponer que los bancos son agentes que se dedican exclusivamente a recibir depósitos que luego utilizan para generar créditos (definición restringida de intermediación), arroja márgenes diferentes a suponer que estos bancos usan una canasta más amplia de pasivos para destinarlos no sólo al fondeo de cartera sino a la compra de inversiones financieras y otros activos (definición ampliada).

La mejor manera de aproximarse a este cálculo es por medio de la construcción de varios márgenes *ex post*, a partir de concepciones diferentes del negocio activo y pasivo de un banco. El Cuadro R2.1 presenta un resumen de las diferentes definiciones usadas<sup>5</sup>, a partir de la definición más estrecha de intermediación financiera hacia conceptos más amplios y generales.

**CUADRO R2.1**  
**METODOLOGÍAS DE CÁLCULO DEL MARGEN DE TASAS IMPLÍCITAS O EX POST**

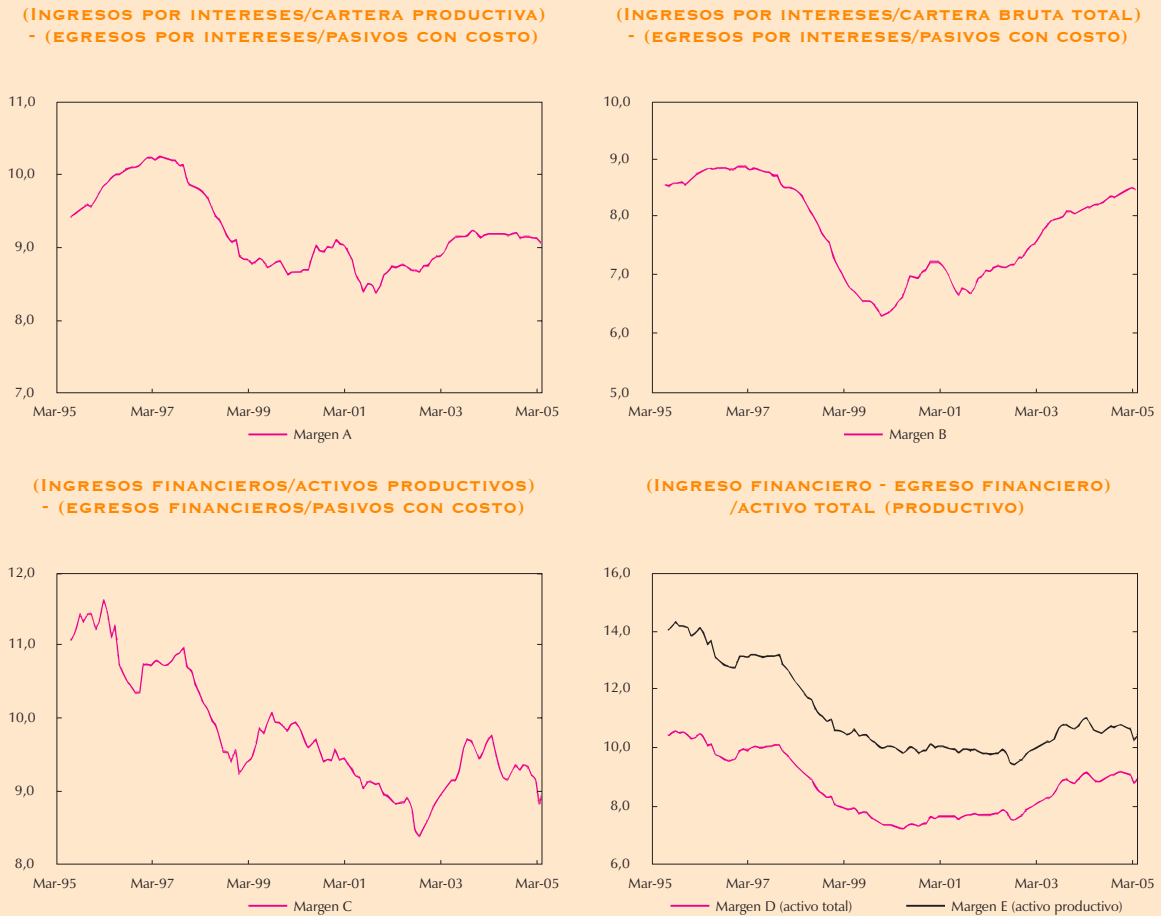
	Tasa activa	Tasa pasiva
<b>Margen A</b>	Ingresos por cartera/cartera productiva	Egresos por intereses/pasivos con costo
<b>Margen B</b>	Ingresos por cartera/cartera bruta total	Egresos por intereses/pasivos con costo
<b>Margen C</b>	Ingresos financieros/activo productivo	Egresos financieros/pasivos con costo
<b>Margen D</b>	(Ingresos financieros - egresos financieros) / activo productivo	
<b>Margen E</b>	(Ingresos financieros - egresos financieros) / activo total	

Fuente: Janna *et al.* (2001).

Al igual que en el caso de los márgenes *ex ante*, los márgenes de tasas implícitas se encuentran en niveles más bajos que los exhibidos entre 1995 y 1998, aunque levemente superiores a los del período 1999-2001. En ese período los márgenes eran bajos, pero lo único que se otorgaba eran créditos de Tesorería; y, en cambio, había una fuerte contracción de créditos que se otorgan a tasas altas, como consumo (Gráfico R2. 3).

<sup>5</sup> La selección de estas definiciones se basa en Janna *et al.* (2001). Los flujos mensuales se deflactaron usando el IPC de cada mes, mientras que los acervos mensuales se deflactaron usando el promedio de los IPC del mes en cuestión y del siguiente.

**GRÁFICO R2.3**  
**MÁRGENES EX POST SEGÚN DIFERENTES DEFINICIONES DE INTERMEDIACIÓN**



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

El aumento registrado desde 2001 responde no sólo al cambio regulatorio sino también a una recomposición tanto del pasivo como del activo de los establecimientos de crédito. En efecto, desde mediados de 2001 se aprecia una mayor participación de los depósitos de bajo costo en el pasivo, como las cuentas de ahorro y corrientes en el pasivo, en detrimento de los pasivos más costosos como los CDT y los bonos (Gráfico R2.4). Esto ha provocado una reducción en el costo promedio de fondeo de estos establecimientos.

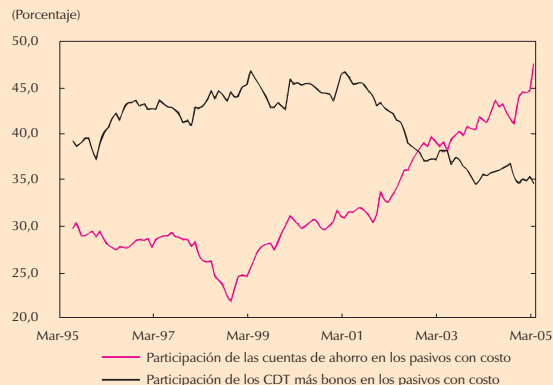
Por su parte, desde finales de 2002, el crédito de consumo, que estuvo deprimido desde principios de la crisis, comenzó a ganar participación en el total de cartera de créditos, a costa de otras modalidades de crédito, como el hipotecario y el comercial. La consecuencia de esta recomposición del activo es un mayor ingreso de intereses por concepto de los créditos que ahora se otorgan y cuyas tasas son más

altas<sup>6</sup> (Gráfico R2. 5). Adicional a este efecto, la reciente mejora de la proporción de cartera productiva (la que genera ingresos por intereses) en el total de cartera<sup>7</sup>, ha incrementado la tasa activa calculada con la cartera bruta total (margen B), de forma que se amplía el margen medido de esta manera.

### III. Conclusiones

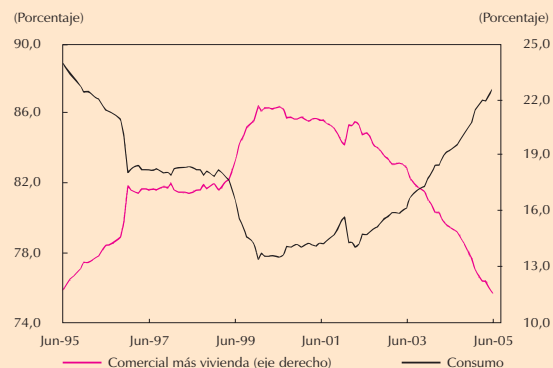
Como se mostró, no existe una única medida para cuantificar los márgenes de intermediación. Posiblemente, la mejor forma para aproximarse a esta labor es considerar una variedad de indicadores que midan el costo de la actividad de intermediación desde diferentes ópticas.

**GRÁFICO R2.4**  
**RECOMPOSICIÓN DEL PASIVO EN LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO**



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO R2.5**  
**PARTICIPACIÓN DE LAS MODALIDADES DE CRÉDITO EN EL TOTAL DE LA CARTERA BRUTA**



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

<sup>6</sup> Esto se debe a que los créditos de consumo tienen una tasa de interés más alta, ya que una parte de estos créditos no tienen colaterales que los respalden, y suelen presentar tasas más altas de morosidad (riesgo de crédito).

<sup>7</sup> Como consecuencia del saneamiento de la banca luego de la crisis.

Un estudio de este tipo muestra que, en general, los márgenes de intermediación en Colombia han bajado a lo largo de la última década y se sitúan en el promedio histórico, e incluso en niveles mucho más bajos para algunos casos. Buena parte de este comportamiento responde a avances importantes en la reducción de cargas reguladoras.

Los altos niveles de los márgenes para algunos tipos de crédito, como el caso del consumo reseñado arriba, son una característica de todas las economías y no una particularidad del caso colombiano.

Las medidas indican que el costo para los usuarios se ha reducido y, al mismo tiempo, la reducción en la cartera vencida, unida a mayores niveles de eficiencia, ha permitido que los bancos recuperen la rentabilidad.

### RECUADRO 3

#### EL CANAL DEL CRÉDITO Y LA RELACIÓN ENTRE LAS TASAS DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA Y LAS TASAS DE MERCADO

Uno de los canales de transmisión de la política monetaria es el del crédito bancario. De acuerdo con este mecanismo, los incrementos (descensos) en las tasas de interés de intervención del banco central se trasladan a las tasas de mercado de igual y mayor plazo (tanto de captación como de colocación), de manera que generan un descenso (incremento) en la demanda de crédito y, como resultado, los beneficiarios reducen (aumentan) el consumo y la inversión, de tal forma que se produce una caída (aumento) en la demanda agregada y en la inflación.

Este mecanismo supone que: i) el principal uso de los depósitos de los establecimientos de crédito (EC)<sup>1</sup> debe ser los préstamos, sustitutos imperfectos de los demás activos, y ii) los préstamos bancarios son la principal fuente de financiación de los agentes, ya que otro tipo de financiación les implicaría mayores costos. En la medida en que estos supuestos no se cumplan, la transmisión de las tasas de intervención del banco central hacia las de mercado es menor, y el canal del crédito se puede debilitar.

Como se mostrará a continuación, entre 2000 y 2004 se presentó en Colombia una tendencia creciente en la sustitución de cartera por inversiones en títulos públicos, hecho que debilita el primer supuesto. El crédito bancario continua siendo la principal fuente de financiación de las empresas, pero también se ha presentado una ganancia por la participación de otros mecanismos como reinversión de utilidades, proveedores y bonos.

A pesar del deterioro de los supuestos mencionados, investigaciones realizadas en el Banco muestran que las modificaciones en las tasas de interés de intervención se siguen transmitiendo a las tasas de captación y colocación de los EC. Los resultados de estos estudios se describen en la última sección de este recuadro.

<sup>1</sup> Bancos comerciales, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

## I. Fuentes de financiación de los EC

La principal fuente de financiación de los EC en el período de análisis ha sido los pasivos sujetos a encaje (PSE)<sup>2</sup>, los cuales han representado en promedio el 71,8% del total de las fuentes, y solo desde 2004 presentaron un crecimiento por encima del PIB nominal. Dentro de ellos se observa un incremento sostenido en la participación de los PSE públicos, con variaciones anuales muy superiores al crecimiento nominal de la economía, en donde se destacan los aumentos en las cuentas de ahorro y corrientes. Por su parte, a pesar de que los PSE privados continúan como los depósitos con mayor participación, sus tasas de crecimiento han sido inferiores al incremento del PIB nominal con excepción de 2004 (Cuadro R3. 1).

**CUADRO R3.1**  
**PRINCIPALES FUENTES DE RECURSOS DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO**  
**EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA (\*)**

	Saldos en billones de pesos					Participación porcentual					Variación porcentual anual			
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
<b>Total fuentes</b>	74,6	79,6	85,8	96,1	113,2	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	6,8	7,7	12,1	17,8
<b>PSE</b>	53,7	58,2	61,5	68,3	80,9	72,0	73,0	71,8	71,0	71,5	8,3	5,8	11,0	18,5
<b>PSE Públicos</b>	7,1	9,6	12,8	16,0	19,7	9,5	12,0	14,9	16,6	17,4	34,9	33,4	25,2	23,4
Ahorro	1,1	1,7	3,8	5,2	8,2	1,5	2,1	4,4	5,4	7,3	48,6	129,0	37,3	56,9
Cuentas corrientes	2,4	3,3	3,9	4,2	5,1	3,2	4,1	4,5	4,4	4,5	39,1	18,3	9,0	19,2
CDT	1,1	1,6	1,7	1,6	2,3	1,4	2,0	2,0	1,7	2,0	50,2	8,1	(5,5)	37,8
Recaudos	1,1	1,1	1,4	1,6	1,9	1,5	1,4	1,6	1,6	1,7	0,4	19,5	15,3	21,5
Repos	0,9	1,2	1,1	2,3	1,2	1,2	1,5	1,3	2,4	1,1	31,7	(9,7)	113,2	(48,7)
Depósitos a la vista	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	0,6	0,8	1,0	1,0	1,0	36,3	33,3	11,0	13,0
<b>PSE privados</b>	46,6	48,6	48,7	52,3	61,2	62,5	61,0	56,8	54,4	54,1	4,2	0,4	7,2	17,0
Ahorro	15,7	17,5	19,1	20,3	24,4	21,1	21,9	22,2	21,1	21,6	11,1	9,2	6,6	20,2
Cuentas corrientes	7,1	7,1	7,7	8,9	10,2	9,5	8,9	9,0	9,2	9,0	0,6	8,5	15,0	15,3
CDT	20,4	20,8	18,8	19,8	22,1	27,3	26,1	22,0	20,6	19,5	1,8	(9,2)	5,3	11,2
Bonos	2,5	2,3	2,3	2,2	3,3	3,4	2,9	2,7	2,3	2,9	(7,4)	(1,4)	(5,6)	52,1
Depósitos a la vista	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	(6,0)	(12,3)	10,9	(1,2)
Otros	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	39,9	(3,7)	106,8	25,4
<b>Repos Banco de la República</b>	1,6	1,0	2,0	3,3	2,4	2,1	1,3	2,3	3,5	2,1	(35,8)	94,5	69,5	(29,2)
<b>Pasivos EFE</b>	5,4	5,5	5,7	6,6	7,3	7,2	6,9	6,7	6,9	6,5	1,9	4,5	15,5	10,7
<b>Bancos del exterior</b>	3,4	3,0	3,4	2,4	3,5	4,6	3,8	4,0	2,5	3,1	(11,1)	12,8	(29,5)	46,7
<b>Ctas. patrimoniales</b>	5,2	5,6	6,4	7,7	9,4	7,0	7,1	7,4	8,0	8,3	7,9	13,0	21,2	21,8
<b>Otros</b>	5,3	6,3	6,7	7,7	9,6	7,0	7,9	7,8	8,0	8,5	19,8	6,6	14,9	24,4

(\*) No incluye IFI, ni entidades financieras oficiales especiales (EFE).  
Fuente: Banco de la República.

## II. Principales activos (usos) de los EC

Entre 2000 y 2004, el incremento de 51,8% en los activos de los EC se explica principalmente por el aumento de las inversiones (107,8%), y en menor medida por el crecimiento de la cartera (37,0%) y de otros activos (29,5%) (Cuadro R3. 2).

<sup>2</sup> En el Cuadro R3. 1 se muestran los principales PSE.

**CUADRO R3.2**  
**PRINCIPALES USOS DE RECURSOS DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO**  
**EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA 1/**

	Saldos a fin de año en billones de pesos					Participación porcentual					Variación porcentual anual			
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
<b>Total activo (bruto)</b>	74,6	79,6	85,8	96,1	113,2	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	6,8	7,7	12,1	17,8
<b>Inversiones</b>	16,7	21,6	24,0	27,9	34,7	22,4	27,1	27,9	29,0	30,6	29,6	10,9	16,5	24,2
Gobierno	6,8	10,2	13,4	17,3	23,5	9,1	12,9	15,7	18,0	20,7	50,7	31,1	28,7	35,8
Otros	9,9	11,4	10,5	10,6	11,2	13,2	14,3	12,3	11,1	9,9	15,1	(7,3)	1,0	5,3
<b>Cartera MT 2/</b>	46,7	47,6	51,4	56,3	64,0	62,7	59,8	59,9	58,6	56,5	1,9	7,9	9,7	13,6
Cartera ML 3/	43,4	44,7	48,2	54,2	60,6	58,2	56,1	56,2	56,4	53,5	3,0	7,9	12,3	11,9
Cartera ME 4/	3,3	2,9	3,1	2,2	3,4	4,5	3,6	3,7	2,3	3,0	(13,0)	8,2	(30,6)	56,1
<b>Comercial MT</b>	27,1	27,7	31,1	34,7	40,0	36,4	34,7	36,2	36,1	35,3	1,9	12,3	11,6	15,2
Comercial ML	23,9	24,9	28,0	32,5	36,6	32,0	31,2	32,6	33,9	32,3	4,0	12,6	16,3	12,5
Comercial ME	3,3	2,8	3,1	2,1	3,4	4,4	3,5	3,6	2,2	3,0	(14,0)	10,2	(30,9)	57,2
<b>Consumo MT</b>	6,7	7,5	8,0	9,9	13,0	9,0	9,5	9,3	10,3	11,5	11,8	6,2	23,8	31,2
Consumo ML	6,7	7,4	7,9	9,9	12,9	8,9	9,3	9,3	10,3	11,4	11,5	6,9	24,0	31,4
Consumo ME	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	37,5	(48,8)	(10,6)	(2,5)
<b>Hipotecaria MT 5/</b>	12,9	12,4	11,9	11,2	10,2	17,2	15,6	13,9	11,7	9,0	(3,3)	(4,1)	(6,0)	(8,8)
<b>Microcréditos MT</b>	0,0	0,0	0,4	0,6	0,8	0,0	0,0	0,5	0,6	0,7	0,0	0,0	46,1	48,1
<b>Disponible</b>	4,1	4,0	4,7	5,5	6,3	5,5	5,0	5,4	5,7	5,6	(3,4)	17,9	17,4	15,0
<b>Leasing</b>	1,6	1,7	2,0	2,7	4,3	2,1	2,1	2,3	2,9	3,8	6,7	18,4	38,8	57,6
<b>Repos y fondos interbancarios</b>	1,1	1,0	0,7	0,7	0,9	1,5	1,3	0,8	0,8	0,8	(7,8)	(30,7)	0,4	18,2
<b>Cuentas por cobrar</b>	4,4	3,7	3,1	2,9	3,0	5,8	4,7	3,6	3,0	2,7	(14,2)	(18,0)	(5,5)	4,6

1/ No incluye IFI, ni entidades financieras oficiales especiales (EFE).

2/ Moneda total, moneda legal más moneda extranjera.

3/ Operaciones realizadas en moneda legal.

4/ Operaciones realizadas en moneda extranjera, reexpresadas en moneda nacional con el tipo de cambio de fin de período.

5/ Incluye titulizaciones.

Fuente: Banco de la República.

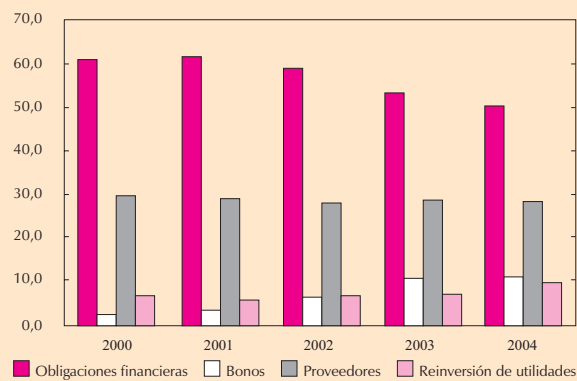
Entre 2000 y 2004 se muestra una clara tendencia por parte de los EC a sustituir cartera por inversiones en títulos públicos. En dicho período la participación de la cartera total de los EC dentro del total de activos disminuyó (-6,2 pp), y la de inversiones en títulos públicos aumentó (11,6 pp). En particular, los especializados en préstamos hipotecarios presentaron una caída en la participación de la cartera hipotecaria, mientras que en los demás el descenso en participación se dio en todas las modalidades de crédito. En ambos casos, dicha caída fue compensada con el aumento de las inversiones en títulos públicos.

### III. El financiamiento de las empresas

Para analizar las fuentes de financiación de las empresas del sector privado no financiero, se observó una muestra de 3.585 empresas activas entre 2000 y 2004, que reportan sus balances a la Superintendencia de Sociedades. Las principales fuentes han sido, en promedio: créditos bancarios (56,8%); proveedores (28,9%); reinversión de utilidades (7,4%), y bonos (6,9%) (Gráfico R3. 1). Sin embargo, en el período de análisis, se ha presentado una caída en la participación de los pasivos con el sector bancario (-10,1 pp), la cual fue compensada con un incremento en la colocación de bonos (8,3 pp) y con una mayor reinversión de utilidades (3,1 pp)<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> El incremento en las colocaciones de bonos se debe, principalmente, a una entidad; y, al excluirla, las participaciones son las

**GRÁFICO R3.1**  
**PRINCIPALES FUENTES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO**  
**PORCENTAJE SOBRE EL AGREGADO DE LAS TRES FUENTES**



Fuente: Superintendencia de Sociedades.

En conclusión, en la muestra observada el crédito bancario continúa como la principal fuente de financiación de las empresas, a pesar de la importancia creciente de otros mecanismos de financiación como proveedores, reversión de utilidades y bonos.

#### **IV. Relación entre las tasas de interés de intervención del Banco de la República y las tasas de mercado**

La postura de la política monetaria se refleja en las tasas de interés de intervención que el Banco cobra o recibe en sus operaciones Repos a un día. El nivel de estas tasas es definido por la JDBR con base en el análisis del *Informe sobre Inflación*, y corresponde al nivel consistente con el logro de la meta de inflación. Los EC acuden diariamente al Banco por un cupo para satisfacer sus necesidades de liquidez de corto plazo. Cuando el Banco modifica sus tasas de intervención, se generan cambios en los costos de fondeo de corto plazo de los EC, de manera que se afecta la tasa de interés a la cual estos se prestan (tasa interbancaria -TIB- a un día), y las tasas de financiación de mayor plazo, como por ejemplo la DTF (90 días). Estos cambios en sus costos de fondeo son trasladados por los EC a las tasas de interés de los préstamos que otorgan.

El anterior efecto fue estimado por Huertas *et al.* (2005)<sup>4</sup> para el período de febrero de 2000 a abril de 2005. Los resultados muestran que si el Banco incrementa la tasa de Repos a un día en un punto porcentual,

siguientes: créditos bancarios: 57,4%; proveedores: 31,6%, reversión de utilidades: 7,7%; y bonos: 3,3%. En este caso también se observa una caída de los préstamos con los EC (-9,6 pp), que se compensó en su mayor parte con un incremento en la reversión de utilidades (5,3 pp) y proveedores (2,5 pp); y, en menor medida, con un aumento en la colocación de bonos (1,8 pp).

<sup>4</sup> Huertas, Carlos; Jalil, Munir; Olarte, Sergio; Romero, José V. Algunas consideraciones sobre el canal del crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia. Documento interno de trabajo, Banco de la República, 2005.



dicho cambio se traslada en la siguiente semana en un 93% a la TIB y en un 26% a la DTF. Posteriormente, la totalidad del cambio se traslada a la TIB, y en cerca de medio punto porcentual a la DTF.

También se evaluó la reacción de las tasas de interés de colocación ante cambios en las de captación, con los siguientes resultados: i) un incremento de 1 pp en la TIB genera un aumento de 0,21 pp y 0,19 pp en las tasas de interés de créditos de tesorería y preferenciales, respectivamente, y ii) la tasa de interés de créditos de consumo aumenta en 0,42 pp debido a crecimientos de 1 pp en la DTF<sup>5</sup>.

El estudio anterior se llevó a cabo con información agregada de todos los EC. No obstante, cuando se analiza la información banco a banco, se observan distintos niveles en las tasas de captación, los cuales dependen principalmente del riesgo que representa cada entidad. En cuanto a las tasas de colocación, los EC tienden a especializarse en ciertas modalidades de préstamos. Estos hechos pueden generar diferentes reacciones de cada EC ante cambios en las tasas de interés de política monetaria.

Por lo anterior, Amaya (2005)<sup>6</sup> examinó la transmisión de la TIB a las tasas activas y pasivas, con información mensual entre 1996-2004, y halló para tal efecto relaciones de largo plazo entre estas variables según cada entidad financiera<sup>7</sup>. Si el coeficiente estimado de largo plazo era menor que 0,5, el autor clasificaba a la entidad como de transmisión baja, entre 0,5 y 0,75, como media, y entre 0,75 y 1 como alta.

Aún cuando los resultados varían de una entidad a otra, estos sugieren que la transmisión de tasas es alta y rápida. Es decir, cuando los bancos observan movimientos en la TIB, éstos cambian sus tasas, bien sea activas o pasivas, en la misma dirección y en un período corto de tiempo. Al ordenar los bancos según su grado de transmisión es posible clasificar a un 90% de estos como de transmisión media-alta, para el caso de las tasas pasivas, mientras que un 93% son de transmisión media-alta, en el caso de las tasas activas. Las tasas activas y pasivas de los bancos reaccionan en el mismo mes al movimiento en la TIB, y la respuesta máxima observada se presenta en un período entre cuatro y seis meses.

---

<sup>5</sup> Según la estimación de un modelo VAR, un cambio de 1 pp en la DTF se traslada en su totalidad a las tasas de interés de crédito ordinario. El problema que surge es la alta incertidumbre que dificulta realizar inferencias con dicho parámetro.

<sup>6</sup> Amaya, Carlos A. La fijación de tasas de interés y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Documento interno de trabajo, Banco de la República, 2005.

<sup>7</sup> Debido a la alta correlación entre las tasas de interés de intervención del Banco de la República y la TIB, esta última se usó como *proxy* de la primera. Se utilizó información de 16 EC para analizar las tasas activas y de 21 EC para las pasivas. A diciembre de 2004, estas instituciones tenían 55% del acervo de cartera y 81% del acervo de CDT.

## IV. LA POLÍTICA CAMBIARIA Y BALANZA DE PAGOS

*La política cambiaria no es independiente de la política monetaria. Decisiones de política monetaria (por ejemplo, movimientos de las tasas de interés) afectan la tasa de cambio, y viceversa, acciones de política cambiaria (por ejemplo, compras o ventas de reservas internacionales) pueden afectar la cantidad de dinero y las tasas de interés.*

*Para asegurar la coherencia de los objetivos inflacionario y cambiario, la política cambiaria debe sujetarse a límites estrictos. Si la inflación proyectada está por debajo de la meta, la estrategia de inflación objetivo sugeriría una política monetaria más amplia. Si la inflación proyectada está por encima de la meta, la estrategia de inflación objetivo sugeriría una política monetaria más restrictiva.*

La política cambiaria no es independiente de la política monetaria. Decisiones de política monetaria (por ejemplo, movimientos de las tasas de interés) afectan la tasa de cambio, y viceversa, acciones de política cambiaria (por ejemplo, compras o ventas de reservas internacionales) pueden afectar la cantidad de dinero y las tasas de interés. Por ende, los objetivos de la política cambiaria deben ser coherentes con los de la política monetaria. La experiencia de Colombia y otros países muestra que desviaciones fuertes y prolongadas de la tasa de cambio respecto a su tendencia de largo plazo se asocian con desequilibrios excesivos en la cuenta corriente (aumentos en la vulnerabilidad de la economía a choques externos), o afectan la competitividad de sectores productores de bienes y servicios transables (exportable o importable). Su corrección posterior puede afectar negativamente la actividad económica, el nivel de precios y la estabilidad financiera. Por esta razón, se considera que la intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República puede ser útil para evitar dichas desviaciones, siempre y cuando no se comprometa el logro de las metas de inflación ni se actúe en contra de la tendencia de largo plazo de la tasa de cambio real.

Para asegurar la coherencia de los objetivos inflacionario y cambiario, la política cambiaria debe sujetarse a límites estrictos. Si la inflación proyectada está por debajo de la meta, la estrategia de *inflación objetivo* sugeriría una política monetaria más amplia. Esto es compatible con compras de divisas por parte del banco central, para atenuar la apreciación. En este caso, las políticas cambiaria y monetaria son coherentes y no deberían afectar en forma adversa las expectativas de inflación. Si la inflación proyectada está por encima de la meta, la estrategia de *inflación objetivo* sugeriría una política monetaria más restrictiva. Esto puede ser incompatible con un programa de compra de divisas por parte del banco central y afectar las expectativas de inflación, en la medida en que el público perciba un conflicto entre los objetivos cambiario e inflacionario. Esta clase de conflictos puede llevar al banco central a intervenir en el mercado cambiario y, al mismo tiempo, compensar la expansión resultante con operaciones de contracción monetaria.

Esto se conoce como *intervención esterilizada*. Su efectividad es materia de discusión en la ciencia económica. La intervención esterilizada implica costos cuasifiscales no despreciables.

Este capítulo examina en detalle los temas mencionados. Inicialmente se discute la evolución de la tasa de cambio nominal y real, y los factores que han dado origen a la apreciación de la tasa de cambio. Posteriormente se analizan los episodios recientes de intervención por parte del Banco de la República en el mercado cambiario y su coherencia con la política monetaria en un esquema de *inflación objetivo*.

### A. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL

En el primer semestre de 2005, la tasa de cambio nominal promedio del peso colombiano se ha mantenido estable, con un promedio de \$2.346,36 por dólar. Si bien este nivel es 13,17% inferior al que se registró en igual período de 2004, cabe destacar que la tendencia a la apreciación se ha atenuado desde finales del año pasado (Gráfico 35). De hecho, en términos reales, en lo corrido del año a junio, la apreciación del peso frente a la canasta de monedas de los países con los cuales comercia Colombia fue de 4,36%, si se deflacta con el índice de precios del productor (ITCR-IPP); y 6,69%, si el deflactor es el índice de precios al consumidor (ITCR-IPC) (Gráfico 36). Por su parte, el índice de competitividad, ITCR-C, registró una apreciación de 3,83% en los primeros seis meses del año<sup>11</sup>.

Como se explicó en detalle en el informe presentado al Congreso en marzo de 2005, el fenómeno de la apreciación que, con un rezago respecto a otros países de América Latina, se evidenció en Colombia desde finales de 2003, ha afectado a economías desarrolladas como Japón y la zona del euro, y a algunos países emergentes asiáticos (Gráfico 37). Diversos factores dieron origen a dicho fenómeno: i) los desbalances externo y fiscal de la economía estadounidense; ii) la amplia liquidez de los mercados internacionales, reflejada en

<sup>11</sup> El ITCR-C es un índice que mide la tendencia en competitividad de cuatro productos colombianos (banano, café, flores y textiles) que se exportan al mercado de los Estados Unidos. Esta medida se obtiene al comparar en la misma moneda el IPC de Colombia con el de 24 de los principales países que son considerados nuestros competidores directos, en el mercado de esos bienes en los Estados Unidos.

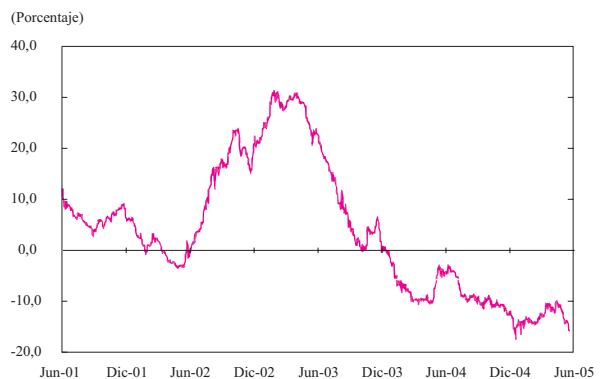
GRÁFICO 35

#### TASA DE CAMBIO NOMINAL

#### TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO



#### DEPRECIACIÓN NOMINAL ANUAL



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

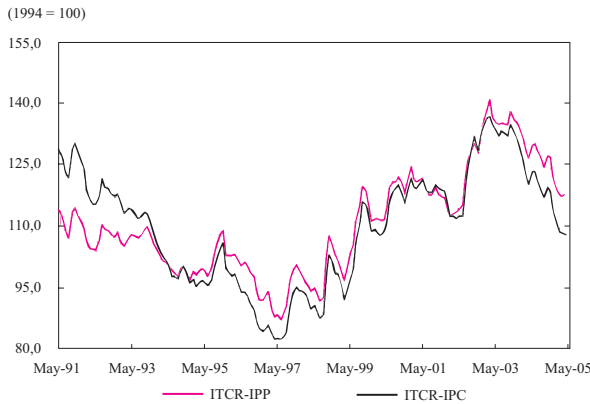
bajas tasas de interés internacionales; iii) la reducción en niveles de las primas de riesgo de las economías emergentes, y iv) el gran dinamismo de la economía china y el crecimiento económico de los Estados Unidos, que impulsaron el crecimiento mundial y el aumento en los precios de los productos básicos, con el consiguiente efecto sobre los términos de intercambio y el aumento en la demanda por exportaciones.

En Colombia, la apreciación se originó en el mismo contexto externo: el mejoramiento en los términos de intercambio, el aumento en la demanda externa de nuestros productos de exportación, en especial por parte de los Estados Unidos y Venezuela, y las entradas de capital tanto de inversión directa como de portafolio, como lo muestran las cifras de la balanza de pagos para el año 2004 (Cuadro 9).

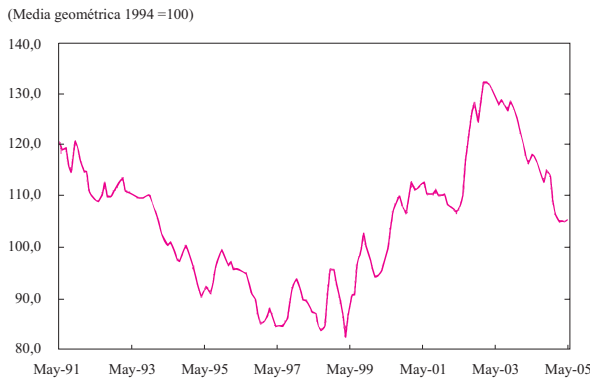
GRÁFICO 36

TASA DE CAMBIO REAL

ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL



TASA DE CAMBIO REAL CON TERCEROS PAÍSES (\*)

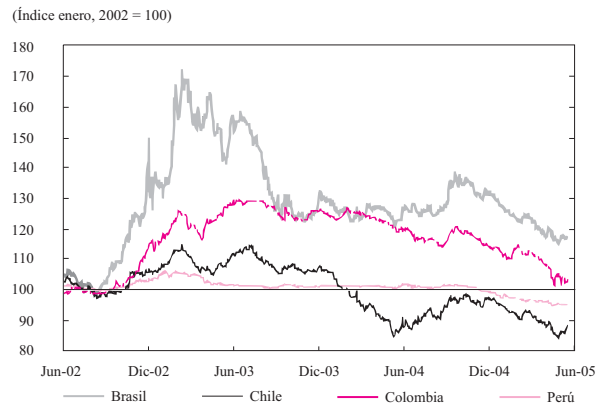


(\*) Productos: café, banano, flores y textiles en el mercado de los Estados Unidos. Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 37

TASA DE CAMBIO DE DIFERENTES MONEDAS FRENTE AL DÓLAR

MONEDAS LATINOAMERICANAS



EURO Y YEN



Fuente: Datastream.

**BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA. RESUMEN**  
(MILLONES DE DÓLARES)

	2002 (pr)	2003 (pr)	2004 (pr)	Diferencia 2004 - 2003
<b>I. Cuenta corriente(A + B + C)</b>	<b>(1.332)</b>	<b>(969)</b>	<b>(952)</b>	<b>17</b>
Ingresos	17.903	19.840	24.062	4.222
Egresos	19.235	20.809	25.014	4.205
<b>A. Bienes y servicios no factoriales</b>	<b>(1.188)</b>	<b>(855)</b>	<b>(405)</b>	<b>450</b>
1. Bienes	239	567	1.368	801
2. Servicios no factoriales	(1.427)	(1.423)	(1.773)	(351)
<b>B. Renta de los factores</b>	<b>(2.848)</b>	<b>(3.446)</b>	<b>(4.193)</b>	<b>(747)</b>
<b>C. Transferencias</b>	<b>2.704</b>	<b>3.333</b>	<b>3.647</b>	<b>314</b>
<b>II. Cuenta de capital y financiera (A + B)</b>	<b>1.279</b>	<b>746</b>	<b>3.198</b>	<b>2.451</b>
<b>A. Cuenta financiera (1 + 2)</b>	<b>1.279</b>	<b>746</b>	<b>3.198</b>	<b>2.451</b>
1. Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)	(1.416)	1.009	2.044	1.035
<b>a. Activos</b>	<b>851</b>	<b>932</b>	<b>136</b>	<b>(795)</b>
i. Inversión directa colombiana en el exterior	857	938	142	(795)
ii. Préstamos, crédito comercial y otros activos	(6)	(6)	(6)	(0)
<b>b. Pasivos</b>	<b>(535)</b>	<b>1.970</b>	<b>2.232</b>	<b>261</b>
i. Inversión directa extranjera en Colombia	1.084	1.905	3.748	1.843
Directa	2.115	1.801	3.005	1.204
De cartera	(1.031)	104	743	639
ii. Préstamos, crédito comercial, arrendamiento financiero y otros pasivos	(1.618)	65	(1.516)	(1.581)
<b>c. Otros mov. financieros de largo plazo</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>	<b>(51)</b>	<b>(22)</b>
2. Flujos financieros de corto plazo (b - a)	2.695	(263)	1.154	1.416
<b>a. Activos</b>	<b>(2.335)</b>	<b>83</b>	<b>1.017</b>	<b>934</b>
i. Inversión de cartera	(2.030)	1.753	1.565	(189)
ii. Crédito comercial y préstamos	(126)	(615)	(76)	539
iii. Otros activos	(179)	(1.055)	(472)	583
<b>b. Pasivos</b>	<b>360</b>	<b>(179)</b>	<b>2.170</b>	<b>2.350</b>
i. Inversión de cartera	16	(20)	380	400
ii. Crédito comercial y préstamos	370	(127)	1.976	2.103
iii. Otros pasivos	(26)	(33)	(186)	(153)
<b>B. Flujos especiales de capital</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>III. Errores y omisiones netos</b>	<b>191</b>	<b>38</b>	<b>295</b>	<b>257</b>
<b>IV. Variación reservas internacionales brutas <sup>1/</sup></b> <b>(Según metodología de la balanza de pagos)</b>	<b>138</b>	<b>(184)</b>	<b>2.541</b>	<b>2.725</b>
<b>V. Saldo de reservas internacionales brutas <sup>2/</sup></b>	<b>10.841</b>	<b>10.918</b>	<b>13.536</b>	

(pr) Preliminar.

<sup>1/</sup> El cálculo de la variación de las reservas internacionales se efectúa con base en el Manual V del FMI (1993), el cual recomienda no incluir las valorizaciones por tipo de cambio y precio.

<sup>2/</sup> El saldo de las reservas internacionales se valoran a precios de mercado. Incluye, por lo tanto, todas las variaciones en las reservas por cambios en precio o por cambios en el tipo de cambio de activos.

Fuente: Banco de la República.

En 2005 se han acentuado algunas tendencias en los flujos de capital, respecto al mismo período del año anterior. El Cuadro 10 presenta las operaciones cambiarias realizadas por el sector real en lo corrido del presente año a junio, y los compara con igual período del año anterior. Se observa un aumento importante en los reintegros por exportaciones de bienes y, en menor cuantía, en los ingresos netos por transferencias y ventas de divisas provenientes del mercado libre. No obstante, estos aumentos fueron compensados con el aumento significativo en los giros por importaciones, y por el incremento en los pagos de servicios financieros y no financieros. La suma de estos hechos implicó que el movimiento neto de divisas

*La coyuntura internacional y las decisiones de política adoptadas por el Banco de la República pueden haber contribuido a atenuar, en algún grado, la tendencia a la apreciación.*

por operaciones corrientes fuera similar al del año anterior. De otro lado, se registró un aumento importante en el ingreso de divisas por operaciones de capital asociado, principalmente, a operaciones de inversión extranjera directa (IED), en especial hacia carbón y petróleo. En contraste, no se han presentado entradas netas de capitales de corto plazo en cuantías importantes, y el sector privado ha estado efectuando giros al exterior para pagos de deuda externa y aumento de cuentas corrientes.

Debe tenerse en cuenta que las cifras de la balanza cambiaria corresponden a operaciones de caja, y que una información más completa sobre las transacciones de Colombia con el resto del mundo se obtiene de la balanza de pagos. Las cifras de la balanza de pagos, a primer trimestre, que se presentan en el Capítulo IV, dan soporte a la información que suministra la balanza cambiaria.

La coyuntura internacional y las decisiones de política adoptadas por el Banco de la República pueden haber contribuido a atenuar, en algún grado, la tendencia a la apreciación. Por una parte, el indicador de riesgo-país, tanto para Colombia como para las economías emergentes, detuvo su caída y más bien ha tendido a

#### CUADRO 10

##### FLUJOS CAMBIARIOS DEL SECTOR REAL (\*) ( MILLONES DE DÓLARES )

	Acumulado 2004	Acumulado anual hasta		Variación acumulado anual
		Junio 04	Junio 05	
<b>Flujos cambiarios del sector real</b>	<b>3.189</b>	<b>1.123</b>	<b>2.185</b>	<b>1.062</b>
<b>Cuenta corriente</b>	<b>2.584</b>	<b>1.060</b>	<b>1.013</b>	<b>(47)</b>
<b>A. Balanza comercial</b>	<b>(2.587)</b>	<b>(1.385)</b>	<b>(1.396)</b>	<b>(12)</b>
Reintegros por exportación de bienes	3.954	1.669	2.275	606
Giros por importación de bienes	6.541	3.054	3.671	617
<b>B. Servicios y transferencias netos</b>	<b>5.171</b>	<b>2.445</b>	<b>2.409</b>	<b>(36)</b>
Servicios financieros netos	(301)	(149)	(297)	(148)
Servicios no financieros netos	864	463	324	(138)
Transferencias netas	3.296	1.505	1.659	154
Compras netas a cambistas profesionales	1.376	655	758	103
Otros netos	(64)	(29)	(36)	(7)
<b>Cuenta de capital</b>	<b>605</b>	<b>62</b>	<b>1.172</b>	<b>1.110</b>
<b>A. Sector privado</b>	<b>747</b>	<b>97</b>	<b>1.166</b>	<b>1.070</b>
<b>Préstamos netos</b>	<b>(617)</b>	<b>(245)</b>	<b>(577)</b>	<b>(332)</b>
Desembolsos	1.650	320	1.667	1.347
Amortizaciones	2.266	565	2.244	1.679
<b>Inversión extranjera en Colombia</b>	<b>2.520</b>	<b>1.117</b>	<b>1.880</b>	<b>762</b>
Inversión directa + suplementaria	2.140	1.033	1.851	818
Inversión de portafolio	380	85	29	(56)
<b>Inversión colombiana en el exterior</b>	<b>(79)</b>	<b>(194)</b>	<b>2</b>	<b>196</b>
Inversión directa	(51)	(25)	(23)	2
Inversión de portafolio	(28)	(169)	25	194
<b>Cuentas corrientes netas</b>	<b>(1.076)</b>	<b>(581)</b>	<b>(138)</b>	<b>443</b>
<b>B. Sector público</b>	<b>(142)</b>	<b>(34)</b>	<b>6</b>	<b>40</b>

(\*) Excluye las operaciones de la TGN y del Banco de la República  
Fuente: Balanza cambiaria. Banco de la República.

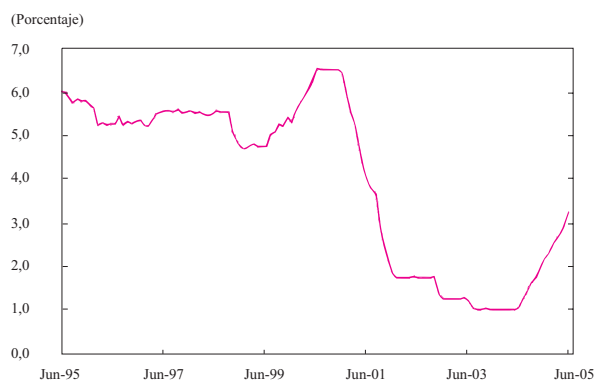
estabilizarse (Gráfico 38). Al mismo tiempo, las tasas de interés de la Fed continúan aumentando, lo cual se refleja en una mayor rentabilidad de las inversiones en el exterior y en un aumento en el costo de la deuda externa. Lo anterior, sumado a los mejores indicadores de desempeño de la economía norteamericana contribuye a explicar, en parte, las menores entradas de capital de portafolio en lo corrido de 2005 y la disminución en el endeudamiento externo neto por parte del sector privado.

Por otra parte, la combinación de las medidas adoptadas por el Banco de la República en diciembre de 2004, como la reducción de las tasas de interés de intervención y la suspensión de las operaciones de contracción, en conjunto con la intensificación de la intervención discrecional en el mercado cambiario, en el presente año, puede haber contribuido a amortiguar la apreciación del peso colombiano. Hasta junio de 2005, el Banco de la República intervino en el mercado mediante el mecanismo de intervención discrecional, mediante la compra de divisas por valor de US\$1.615 millones (m) (Cuadro 11). Al mismo tiempo, en el primer trimestre del año el Banco efectuó una venta de dólares al Gobierno, por valor de US\$1.250 m. Desde septiembre de 2004, cuando el Banco adoptó la decisión de intervenir de manera discrecional en el mercado cambiario, ha adquirido US\$2.930 m.

#### PRIMA DE RIESGO-PAÍS EMBI+ PAÍSES LATINOAMERICANOS



#### TASA DE INTERÉS DE LA FED



Fuente: Datastream.

#### OPERACIONES DE COMPRAVENTA DE DIVISAS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (MILLONES DE DÓLARES)

	2004	2005						Acumulado Ene-jun
		Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	
<b>Compras</b>	<b>2.904,9</b>	<b>267,9</b>	<b>335,5</b>	<b>170,4</b>	<b>407,7</b>	<b>151,3</b>	<b>282,4</b>	<b>1.615,0</b>
<b>Opciones put</b>	<b>1.579,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Para acumulación de reservas internacionales	1.399,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	179,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Intervención discrecional</b>	<b>1.325,3</b>	<b>267,9</b>	<b>335,5</b>	<b>170,4</b>	<b>407,7</b>	<b>151,3</b>	<b>282,4</b>	<b>1.615,0</b>
<b>Ventas</b>	<b>500,0</b>	<b>0,0</b>	<b>250,0</b>	<b>1.000,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1.250,0</b>
Gobierno nacional	500,0	0,0	250,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0	1.250,0
<b>Compras netas</b>	<b>2.404,9</b>	<b>267,9</b>	<b>85,5</b>	<b>(829,6)</b>	<b>407,7</b>	<b>151,3</b>	<b>282,4</b>	<b>365,0</b>

Fuente: Banco de la República.

*Desde el abandono de la banda cambiaria, la intervención en el mercado cambiario del Banco de la República se orientó principalmente a acumular reservas internacionales y, en menor proporción, a evitar excesos de volatilidad de corto plazo del tipo de cambio. Bajo este esquema no se intentó afectar el nivel de la tasa de cambio. Sin embargo, en dos episodios, el Banco ha tratado de influir en el nivel del tipo de cambio.*

A continuación se evalúa el papel de la intervención cambiaria en el marco del esquema de *inflación objetivo* y de la operatividad de la política monetaria.

## B. INTERVENCIÓN CAMBIARIA Y POLÍTICA MONETARIA

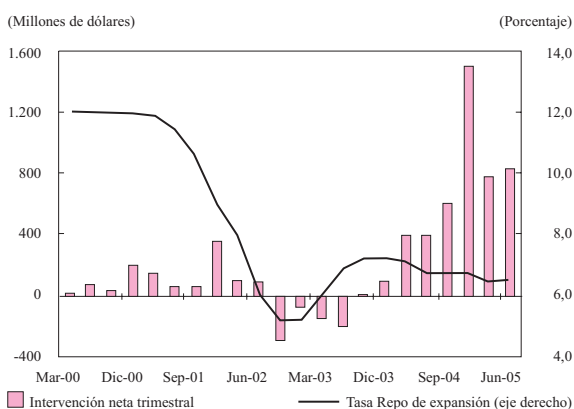
En países con un régimen de tasa de cambio flotante, la intervención en el mercado cambiario no juega un papel central como soporte de la tasa de cambio. Sin embargo, en algunos casos, incluso en regímenes de flotación, el banco central puede considerar necesario intervenir en el mercado. En la literatura sobre el tema se han considerado específicamente los siguientes objetivos para la intervención: i) para controlar excesos de volatilidad de corto plazo; ii) para acumular reservas internacionales que contribuyan a reducir la vulnerabilidad de la economía ante eventuales situaciones de crisis<sup>12</sup>; iii) para controlar desviaciones excesivas y temporales del tipo de cambio que no responden a modificaciones en sus determinantes fundamentales, y iv) para evitar disfunciones en el mercado cambiario que se pueden presentar ante choques muy grandes<sup>13</sup>.

Desde otro ángulo, la “flotación administrada”, como estrategia eficiente de política monetaria (véase Bofinger y Wollmersh, 2003<sup>14</sup>), se ha justificado para suavizar las fluctuaciones del producto y de la inflación. La idea es que la relación entre la tasa de interés y la tasa de cambio no es predecible, y que, poco se conoce sobre la varianza o la persistencia de los choques que afectan dicha relación. En este caso, el uso de la tasa de interés como único instrumento de la política monetaria podría resultar en variaciones ineficientemente altas de la inflación y del producto, mientras que si se utilizan las reservas internacionales como instrumento complementario, dicha ineficiencia puede reducirse.

Desde el abandono de la banda cambiaria, la intervención en el mercado cambiario del Banco de la República se orientó principalmente a acumular reservas internacionales y, en menor proporción, a evitar excesos de volatilidad de corto plazo del tipo de cambio (Gráfico 39). Bajo este esquema no se intentó afectar el nivel de la tasa de cambio, el cual fluctuaba libremente, según las fuerzas del mercado. Sin embargo, en dos episodios,

GRÁFICO 39

### INTERVENCIÓN NETA TRIMESTRAL Y TASA REPO DE EXPANSIÓN



Fuente: Banco de la República.

<sup>12</sup> Los niveles relativamente altos de la deuda pública (y de la deuda externa en particular) y la volatilidad de los mercados internacionales, sugieren la conveniencia de mantener un nivel suficientemente amplio de reservas internacionales.

<sup>13</sup> La literatura reciente sobre la microestructura del mercado de cambios internacionales sugiere que incluso el mercado de una moneda con libre flotación puede colapsar. Choques grandes que no puedan ser absorbidos por el mercado se pueden transmitir e inclusive amplificar, y partes del mercado podrían dejar de funcionar ante la presión.

<sup>14</sup> Bofinger, Peter y Wollmersh, Timo. Managed Floating as a Monetary Policy Strategy. En: Economics of Planning, Vol. 36, No. 2, 2003, pp. 81-109.



el Banco ha tratado de influir en el nivel del tipo de cambio. A continuación se describen estos dos episodios, las políticas de intervención que siguió el Banco y sus resultados.

## 1. La depreciación de 2002-2003

Colombia y otros países de la región sufrieron los efectos de la incertidumbre política en Brasil, a partir de junio de 2002, seguidos de los escándalos corporativos en los Estados Unidos. El coeficiente de riesgo país de la deuda soberana de Colombia llegó a niveles de 1.050 pb, y la tasa de cambio se depreció 30% entre abril de 2002 y febrero de 2003. El precio de los bienes importados aumentó al igual que la inflación de bienes transables y la inflación total (Gráfico 40). Adicionalmente, desde 2002 las exportaciones no tradicionales a Venezuela cayeron ante la crisis que sufrió ese país.

Esto ocurría al mismo tiempo que el producto continuaba creciendo por debajo de su potencial, por lo que no se podía hablar de la existencia de presiones de demanda. Adicionalmente, se observaron algunos choques de oferta, como el alza en los precios de los alimentos, que también contribuyeron al incremento de la inflación total. Los aumentos acelerados en la tasa de inflación también generaron mayores expectativas de inflación de manera que se puso en riesgo la posibilidad del cumplimiento de las metas propuestas para 2003.

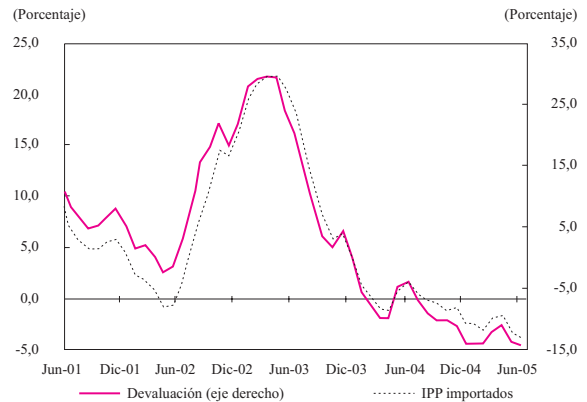
La respuesta de política del Banco ante los choques fue la siguiente: en el frente cambiario, las opciones *call* de volatilidad se activaron automáticamente hacia mediados de 2002, con ventas de US\$414 m. Sin embargo, la tasa de cambio continuó depreciándose, por lo cual en febrero de 2003 el Banco anunció que estaba dispuesto a desacumular hasta US\$1.000 m para contrarrestar la tendencia a la depreciación<sup>15</sup>. Así mismo, la JDBR subió las tasas de interés de intervención en 100 pb en enero de 2003, y en una magnitud igual en abril. Esta combinación de políticas contribuyó a moderar la depreciación del peso y a minimizar la desviación de la inflación con respecto al techo del rango meta de ese año (entre 5% y 6%).

## 2. La apreciación de 2004-2005

Como es conocido, desde enero de 2004 la tasa de cambio comenzó a presentar variaciones anuales negativas hasta llegar a un mínimo de -15% en diciembre de

GRÁFICO 40

### DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL E INFLACIÓN IPP IMPORTADOS



Fuente: DANE y Banco de la República.

<sup>15</sup> La venta efectiva fue de US\$345 m.

2004. A junio de 2005 la tasa de depreciación era de -12,9% anual. Como se mencionó antes, los principales factores que han explicado la tendencia a la apreciación son: i) el crecimiento significativo de las exportaciones totales, en especial a Venezuela; ii) la mejora en los términos de intercambio; iii) el aumento en la inversión extranjera directa, en especial hacia sectores como carbón y petróleo, y iv) la presencia de tasas de interés externas bajas y de bajos niveles de los coeficientes de riesgo-país que atrajeron algunos flujos de capital de corto plazo, en 2004, principalmente.

La situación macroeconómica al inicio de 2004 estaba caracterizada por la presencia de una brecha del producto negativa, una tendencia inflacionaria decreciente y la continua reducción de las expectativas de inflación. La apreciación redujo la inflación de transables y los precios de los importados.

En este contexto fue posible aplicar una política monetaria más laxa, por lo que en febrero y en marzo de 2004 la JDBR redujo las tasas de interés de intervención en 25 pb en cada ocasión. Al mismo tiempo, el Banco volvió a activar el mecanismo de opciones *put* de acumulación de reservas internacionales, dado que el acervo de reservas había caído después de las intervenciones de 2002 y 2003.

El Banco anunció su disposición de comprar hasta US\$700 m entre abril y julio de ese año, mediante el mecanismo de opciones *put* de acumulación. Estas compras se hicieron efectivas, al tiempo que la tasa de cambio continuó apreciándose. Pese a ello, las proyecciones de inflación estaban por encima del punto medio de la meta anunciada para 2004 y 2005, de forma que no había condiciones para una reducción adicional de tasas de interés. La inflación de transables descendía lentamente con respecto a la apreciación, y la inflación de no transables estaba aumentando (Gráfico 20) y sugería un cierre más rápido de la brecha del producto. Por estas razones, y con el propósito de mantener las tasas de interés estables, la intervención cambiaria fue esterilizada mediante ventas de TES y la reducción en el cupo de Repos de expansión.

Por considerar que el nivel de la tasa de cambio real no era el de largo plazo, en septiembre de 2004, el Banco adoptó un esquema de intervención en el mercado cambiario de manera discrecional y anunció su disposición a comprar hasta US\$1.000 m en los siguientes tres meses a través de este esquema. El mecanismo de opciones de acumulación fue desactivado temporalmente<sup>16</sup>. El esquema de intervención discrecional fue efectivo al comienzo, pero en la medida en que el mercado aprendió y logró estimar la cantidad efectiva de intervención por parte del Banco la tasa de cambio se apreció aún más, al tiempo que el Banco compraba el monto total de reservas que había anunciado.

*En lo corrido de 2005 la tasa de cambio se ha estabilizado, mientras que la intervención del Banco en el mercado cambiario ha sido sustancial (US\$1.615 m entre enero y junio de 2005).*

<sup>16</sup> Si los tenedores de opciones cuentan con expectativas de una fuerte apreciación futura, deciden demorar el ejercicio de sus opciones, y limitan, por lo tanto, el poder de la intervención para morigerar la apreciación.

Mientras ocurría lo anterior, la inflación se dirigía hacia la meta de 2004 y las expectativas continuaban descendiendo hacia niveles consistentes con el logro de la meta de 2005. Así mismo, la inflación de no transables se había estabilizado y, de hecho, comenzaba a descender, lo cual indicaba que probablemente la brecha del producto podía no estar cerrándose tan rápido como se había pensado. De otro lado, las proyecciones de inflación sugerían que un relajamiento de la postura de la política monetaria era consistente con el cumplimiento de la meta de inflación de 2005 y con una tendencia decreciente de ésta a partir de 2006. Con base en estos elementos, en diciembre de 2004 la JDBR redujo en 25 pb las tasas de interés de referencia, cerró indefinidamente las operaciones Repo de contracción y anunció que continuaría con la intervención cambiaria discrecional. Esta vez, sin embargo, no anunció un plazo ni límite al monto de la intervención.

Durante el último trimestre de 2004 las intervenciones discrecionales del Banco de la República ascendieron a US\$1.323 m, frente a compras totales de US\$2.905 m en todo el año. Como resultado de esta intervención y de la venta de US\$500 m al Gobierno, en 2004 las reservas internacionales netas aumentaron cerca de 24%, una de las tasas de crecimiento más altas en el mundo.

En lo corrido de 2005 la tasa de cambio se ha estabilizado, mientras que la intervención del Banco en el mercado cambiario ha sido sustancial (US\$1.615 m entre enero y junio de 2005). La expansión monetaria resultante de tal intervención ha sido compensada mediante depósitos del Gobierno en el Banco de la República y la reducción de los cupos de Repos de expansión.

### C. COHERENCIA ENTRE INFLACIÓN OBJETIVO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA

Como se ha mencionado en anteriores informes al Congreso, dentro de un esquema de *inflación objetivo* es necesario evaluar si la intervención cambiaria es coherente con el logro de las metas de inflación<sup>17</sup>. Adicionalmente, se debe evaluar si la política de intervención es consistente con el esquema operativo de una estrategia de *inflación objetivo*. A este respecto, los criterios de consistencia son los siguientes<sup>18</sup>:

- Las tasas de interés son el instrumento primario de la política monetaria y deben moverse en una dirección consistente con el logro de las metas de inflación (es decir, relajar/apretar las condiciones monetarias cuando los pronósticos de inflación están por debajo/encima de la meta de inflación y/o cuando la brecha del producto es negativa/positiva).
- La intervención cambiaria no debe ir en dirección opuesta a los movimientos en la tasas de interés de política. En lo posible, dicha intervención debe

*Dentro de un esquema de inflación objetivo es necesario evaluar si la intervención cambiaria es coherente con el logro de las metas de inflación.*

*Adicionalmente, se debe evaluar si la política de intervención es consistente con el esquema operativo de una estrategia de inflación objetivo*

<sup>17</sup> Holub, Tomas. Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice. En: IMF, Working Papers, julio, 2004. En este documento el autor denomina “consistencia de objetivos”.

<sup>18</sup> Op. cit. Estos aspectos se denominan “consistencia de régimen”.

usarse como instrumento suplementario exclusivamente, y sólo en circunstancias excepcionales (alta volatilidad, grandes desalineamientos de la tasa de cambio, y/o condiciones de mercado desordenadas).

Como se muestra en el Cuadro 12, las intervenciones cambiarias en Colombia han sido consistentes con el movimiento en las tasas de interés del Banco. Más aún, en la mayor parte de los episodios los cambios en la política monetaria se han producido primero a través de cambios en las tasas de interés, y luego a través de intervenciones en el mercado cambiario. Así, por ejemplo, las intervenciones para desacumular reservas internacionales en 2003 ocurrieron en casos

CUADRO 12

CONSISTENCIA DE LAS INTERVENCIONES CAMBIARIAS

	Mes al cual se hace el pronóstico:	Año proyectado	Desviación de meta (*)	Desviación <i>Ex post</i> (*)	Brecha del producto (Porcentaje)	Cambio en la tasa de interés	Consistencia
			(Puntos básicos)				
<b>Intervenciones por razones de volatilidad:</b>							
	Jul/02	2002	(24)	100	(3,2)	Estable	No
		2003	(174)	100	(2,8)		
	Oct/02	2002	11	100	(2,8)	Estable	Sí
		2003	65	100	(3,0)		
<b>Intervenciones para desacumular reservas internacionales:</b>							
	Mar/03	2003	150	100	(2,8)	Alza	Sí
		2004	(108)	0	(1,8)		
	May/03	2003	115	100	(2,7)	Estable	Sí
		2004	(158)	0	(1,6)		
<b>Intervenciones para acumular reservas internacionales:</b>							
	Oct/03	2003	(65)	100	(1,6)	Estable	Sí
		2004	(37)	0			
	Dic/03	2004	(61)	0	(1,2)	Baja	Sí
		2005	(37)		(0,7)		
	Ene/04	2004	(77)	0	(1,1)	Estable	Sí
		2005	(16)		0,5		
	Abr/04	2004	15	0	(1,5)	Baja	?
		2005	(10)		(0,9)		
	May/04 - Jun/04	2004	15	0	(1,5)	Estable	?
		2005	(10)		(0,7)		
	Jul/04 - Ago/04	2004	50	0	(1,6)	Estable	?
		2005	(9)		(0,9)		
	Sep/04 - Oct/04	2004	20	0	(1,6)	Estable	?
		2005	(43)		(1,2)		
	Nov/04 - Dic/04	2004	26	0	(1,6)	Estable	?
		2005	1		(1,5)	Baja	
	Ene/05 - Feb/05	2005	0		(1,8)	Estable	Sí
		2006	(45)		(1,2)		
	Mar/05	2005	0		(1,8)	Estable	Sí
		2006	(45)		(1,2)		
	Abr/05	2005	(25)		(1,5)	Estable	Sí
		2006	(40)		(0,7)		

(\*) Con respecto al punto medio en el caso de la meta-rango.  
Fuente: Banco de la República.

donde los pronósticos de inflación estaban por encima de la meta y las expectativas de inflación estaban aumentando. Dichas intervenciones se acompañaron o fueron precedidas por aumentos en las tasas de interés de política.

Otro aspecto relevante es lo que Holub (2004)<sup>19</sup> denomina “consistencia de procedimientos”. Dada la importancia de la transparencia y de las estrategias de comunicación en un esquema de *inflación objetivo*, se trata de ver si el tipo de intervenciones cambiarias que efectúa el Banco (intervenciones secretas o abiertas, basadas en reglas o en decisiones discrecionales, etc.) es o no consistente con este esquema. A este respecto, y en contraste con las intervenciones en el mercado monetario, no existen “mejores prácticas” que sean aplicables en todas las circunstancias. Hay razones para intervenir con operaciones abiertas en el mercado cambiario, pero la intervención secreta también puede ser justificada (véase, por ejemplo, Canales-Kriljenko<sup>20</sup> *et al.*, 2003).

La intervención secreta puede ser una estrategia necesaria en aquellos casos en que la autoridad monetaria desea alterar la tendencia de la tasa de cambio. Este tipo de intervención ofrece tres ventajas principales. Primero, minimiza el daño en la credibilidad del banco central si la intervención fracasa, por la falta de consistencia con los determinantes fundamentales de la tasa de cambio, o con la política macroeconómica. Segundo, evita apuestas de los agentes en contravía de las posiciones adoptadas por la autoridad monetaria. Tercero, puede ser preferible a una intervención anunciada si se estima que un anuncio de intervención puede exacerbar el riesgo y la volatilidad de los mercados, a medida que los agentes responden a la nueva información.

En la práctica, los bancos centrales utilizan con frecuencia las intervenciones discrecionales y secretas. De acuerdo con el estudio de Canales-Kriljenko *et al.* (2003), solamente el 25% de ellos da a conocer el volumen de sus intervenciones.

En el caso colombiano, las intervenciones a través de opciones tienen lugar principalmente como decisiones discrecionales, pero una vez el Banco de la República decide intervenir; éstas son transparentes y acordadas con reglas preanunciadas. Con estas intervenciones el Banco de la República no intenta, por lo tanto, sorprender al mercado. Su objetivo principal, como ya se expresó, ha sido la acumulación de reservas internacionales, o servir como señal acerca de la posición actual y futura de la política monetaria. En menor medida, las intervenciones también han tenido lugar para controlar la volatilidad excesiva en el mercado cambiario. A partir de septiembre de 2004 la JDBR decidió adoptar la posibilidad de intervenciones discrecionales informadas *ex post* (15 días después de finalizado el mes), y suspendió temporalmente la intervención a través de opciones. Esta también es una práctica común de los bancos centrales, y sólo algunos de ellos publican los

*En la práctica, los bancos centrales utilizan con frecuencia las intervenciones discrecionales y secretas. De acuerdo con el estudio de Canales-Kriljenko et al. (2003), solamente el 25% de ellos da a conocer el volumen de sus intervenciones.*

---

<sup>19</sup> *Op cit.*

<sup>20</sup> Canales-Kriljenko, J. I.; Guimaraes, R.; Karacadag C. “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice. En: *IMF, Working Papers*, julio, 2003.

*Desde este punto de vista, el régimen de intervenciones que usualmente ha practicado el Banco de la República ha sido más transparente que el de muchas otras economías con tipo de cambio flexible.*

*Durante el primer trimestre de 2005, la balanza de pagos registró resultados deficitarios en la cuenta corriente (US\$517 m, -2,0% del PIB trimestral) y en la de capital (US\$227 m, -0,8% del PIB trimestral), los cuales fueron financiados con desacumulación de reservas internacionales (US\$593 m) y con otros ingresos (errores y omisiones) por US\$151 m.*

resultados de las intervenciones en tiempo real. Desde este punto de vista, el régimen de intervenciones que usualmente ha practicado el Banco de la República ha sido más transparente que el de muchas otras economías con tipo de cambio flexible.

#### **D. COMPORTAMIENTO DE LA BALANZA DE PAGOS EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2005**

Durante el primer trimestre de 2005, la balanza de pagos registró resultados deficitarios en la cuenta corriente (US\$517 m, -2,0% del PIB trimestral) y en la de capital (US\$227 m, -0,8% del PIB trimestral), los cuales fueron financiados con desacumulación de reservas internacionales (US\$593 m) y con otros ingresos (errores y omisiones) por US\$151 m. A marzo, el saldo de las reservas internacionales brutas fue de US\$12.784 m (Cuadro 13). Si se compara el desempeño de la balanza de pagos durante el primer trimestre de 2005 con lo observado en el mismo período de 2004, sobresalen los siguientes aspectos:

1. El déficit en cuenta corriente fue inferior al del primer trimestre de 2004 en US\$180 m, como resultado, principalmente, de un balance comercial más favorable (US\$295 m) y de aumentos en los ingresos netos por transferencias (US\$86 m). Estos fueron compensados parcialmente con los pagos netos por servicios no financieros y por renta factorial (US\$200 m).
2. Se observó un cambio en las tendencias de los flujos de capital:
  - La cuenta de capital y financiera presentó egresos netos de recursos por US\$227 m, en contraste con los ingresos de US\$845 m obtenidos en igual período del año anterior.
  - Se llevó a cabo una recomposición en los flujos de capital (excluida la IED, a favor de las operaciones de corto plazo, en detrimento de las de largo plazo).

##### **1. Cuenta corriente**

El mejoramiento en la balanza comercial de bienes, respecto al primer trimestre de 2004 fue producto de un mayor ritmo de crecimiento de las exportaciones (US\$1.198 m, 34% anual) frente al de las importaciones (US\$903 m, 26% anual). Este resultado es el reflejo, entre otros factores, de un mayor incremento en los términos de intercambio, por efecto de los considerables aumentos en los precios de los productos básicos de exportación que, como se explicó anteriormente, se han venido registrando en los últimos dos años (véase el Gráfico 6). Paralelamente, la reactivación de la economía mundial se ha reflejado en un aumento en la demanda extranjera por mercancías colombianas, en particular la proveniente de los mercados de Venezuela, los Estados Unidos y Ecuador.

**BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA. RESUMEN TRIMESTRAL**  
(MILLONES DE DÓLARES)

	2004 Ene-Mar (pr)	2005 Ene-Mar (pr)	Variación
<b>I. Cuenta corriente (a + b + c)</b>	<b>(697)</b>	<b>(517)</b>	<b>180</b>
Ingresos	4.974	6.389	1.415
Egresos	5.672	6.906	1.235
<b>A. Bienes y servicios no factoriales</b>	<b>(271)</b>	<b>(87)</b>	<b>184</b>
Ingresos	3.999	5.257	1.258
Egresos	4.270	5.345	1.075
1. Bienes	116	411	295
Ingresos	3.540	4.739	1.198
Egresos	3.424	4.327	903
2. Servicios no factoriales	(387)	(499)	(111)
Ingresos	459	519	60
Egresos	846	1.017	171
<b>B. Renta de los factores</b>	<b>(1.213)</b>	<b>(1.303)</b>	<b>(89)</b>
Ingresos	125	210	84
Egresos	1.338	1.512	174
<b>C. Transferencias</b>	<b>787</b>	<b>873</b>	<b>86</b>
Ingresos	850	923	72
Remesas de trabajadores	709	752	43
Otras transferencias	141	171	29
Egresos	63	50	(14)
<b>II. Cuenta de capital y financiera (a + b)</b>	<b>845</b>	<b>(227)</b>	<b>(1.072)</b>
<b>A. Cuenta financiera (1 + 2)</b>	<b>845</b>	<b>(227)</b>	<b>(1.072)</b>
1. <i>Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)</i>	228	617	389
a. <b>Activos</b>	<b>47</b>	<b>38</b>	<b>(9)</b>
i. Inversión colombiana en el exterior	49	40	(9)
Directa	49	40	(9)
De cartera			
ii Préstamos	(1)	(1)	
iii Crédito comercial			
iv Otros activos			
b. <b>Pasivos</b>	<b>276</b>	<b>655</b>	<b>380</b>
i. Inversión extranjera en Colombia	685	1.255	570
Directa	620	822	202
De cartera	65	433	368
ii Préstamos	(342)	(637)	(295)
iii Crédito comercial	(14)	6	20
iv Arrendamiento financiero	(54)	31	85
v. Otros pasivos			
c. <b>Otros movimientos financieros de largo plazo</b>			
2. <b>Flujos financieros de corto plazo (b - a)</b>	<b>616</b>	<b>(844)</b>	<b>(1.461)</b>
a. <b>Activos</b>	<b>(424)</b>	<b>853</b>	<b>1.277</b>
i. Inversión de cartera	(158)	1.014	1.172
ii. Crédito comercial	(103)	(130)	(26)
iii. Préstamos	28	258	230
iv. Otros activos	(191)	(289)	(99)
b. <b>Pasivos</b>	<b>192</b>	<b>9</b>	<b>(184)</b>
i. Inversión de cartera	94	(7)	(101)
ii. Crédito comercial	79	101	22
iii. Préstamos	63	(50)	(113)
iv. Otros pasivos	(44)	(36)	7
<b>B. Flujos especiales de capital</b>	-	-	-
<b>III. Errores y omisiones netos</b>	<b>273</b>	<b>151</b>	
<b>IV. Variación reservas internacionales brutas 1/</b>	<b>420</b>	<b>(593)</b>	
<b>V. Saldo de reservas internacionales brutas 2/</b>	<b>11.332</b>	<b>12.784</b>	
Número de veces del saldo de la deuda externa de corto plazo	3	2	
<b>VI. Saldo de reservas internacionales netas 2/</b>	<b>11.330</b>	<b>12.780</b>	
<b>VII. Variación de reservas internacionales netas 1/</b>	<b>424</b>	<b>(593)</b>	

1/ El cálculo de la variación de las reservas internacionales se efectúa con base en el Manual V del FMI (1993), el cual recomienda no incluir las valorizaciones por tipo de cambio y precio.

2/ El saldo de las reservas internacionales se valora a precios de mercado. Incluye, por tanto, todas las variaciones en las reservas por cambios en precios o por cambios en el tipo de activos.

(pr) Preliminar.

Fuente: Banco de la República.

Las ventas externas de productos tradicionales se incrementaron en 42,2% (US\$680 m) por efecto, principalmente, de los aumentos en el valor exportado de carbón, petróleo y sus derivados, y de café (Cuadro 14).

En el primer trimestre de 2005, las exportaciones de carbón tuvieron una variación anual de 77%, como resultado tanto del aumento en su precio de exportación (44%) –el cual se elevó de US\$32,4 la tonelada, en 2004, a US\$46,8 la tonelada en 2005– como del volumen exportado, que se incrementó en 20%. Por su parte, las ventas de café al exterior sumaron US\$414 m, con un crecimiento anual de 78% debido a una mejor cotización internacional del grano, 32% (US\$1,00 la libra en 2005, frente a US\$0,76 en 2004), y al aumento en la cantidad despachada al exterior: 17%.

Entre enero y marzo del presente año, las exportaciones de petróleo y derivados sumaron US\$1.101 m, con un aumento anual 24%, como resultado del alza en el precio de exportación del crudo (34%), que pasó de US\$33,1 por barril (bl), en el primer trimestre de 2004, a US\$44,2 bl en 2005<sup>21</sup>. Las cantidades vendidas se mantuvieron en los mismos niveles de 2004 (203.000 barriles diarios). Por su parte, las ventas al exterior de ferróniquel ascendieron a US\$202 m, con una

<sup>21</sup> Este precio del crudo se refiere al promedio al cual se exportó crudo colombiano, e incluye tanto crudos livianos como pesados. Este precio estuvo en promedio cerca de US\$6 por debajo del precio del crudo de referencia, conocido como West Texas Intermediate (WTI), que es un crudo de alta calidad. En Colombia, solo el petróleo que se extrae de Cusiana es considerado con calidades parecidas al WTI, y en la medida en que las reservas de crudo liviano han venido en descenso, se ha comenzado a exportar crudos pesados que por su menor calidad se venden a menor precio.

#### CUADRO 14

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

	Enero-marzo		Variación	
	2004	2005	Absoluta	Porcentaje
Exportaciones tradicionales	1.613	2.293	680	42,2
Café	232	414	182	78,3
Carbón	326	576	250	76,6
Ferróniquel	167	202	35	21,0
Petróleo y sus derivados	887	1.101	213	24,0
Exportaciones no tradicionales 1/	1.794	2.311	518	28,9
Sector agropecuario	330	463	132	40,1
Sector industrial	1.306	1.642	336	25,7
Sector minero 2/	157	206	49	31,4
Total exportaciones	3.406	4.604	1.198	35,2

(pr) Preliminar.

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

2/ Incluye oro y esmeraldas.

Fuente: DANE y Banco de la República.



variación anual de 21%. Este comportamiento se explica por un mayor volumen despachado (27%) ya que no se registraron variaciones importantes en el precio.

Hasta marzo de 2005, el valor exportado de bienes no tradicionales sumó US\$2.234 m, con una variación anual de 27,6% (US\$483 m) asociada básicamente con el incremento en las ventas de productos industriales (24,1%,) y las de origen agropecuario (40,1%,). Este comportamiento está vinculado con el incremento en los despachos hacia los mercados de Venezuela, 59,6%, Ecuador, 36,3% (material de transporte, carne bovina, electricidad y confecciones, entre otros) y el de los Estados Unidos, 21,7% (flores, confecciones y productos de la industria de metales comunes) (Cuadro 15). En particular, los Estados Unidos compró el 40,1% del valor total exportado, el mercado regional de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) el 23,7% y los países de la Unión Europea el 14,0%.

En el primer trimestre de 2005 las importaciones totalizaron US\$4.251 m, con una variación anual de 26,2% frente al mismo período de 2004. La dinámica de las compras externas estuvo determinada, principalmente, por una mayor demanda de equipo de capital e insumos para la industria, la cual aumentó US\$342 m (29,1% anual). Las importaciones de bienes de consumo presentaron un incremento de US\$165 m (27,6%), y de ella se destaca la importación de vehículos de transporte particular (Cuadro 16).

#### CUADRO 15

#### CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL DEL VALOR EN DÓLARES, DE LAS EXPORTACIONES DE COLOMBIA, POR PAÍS DE DESTINO ENERO - MARZO DE 2005

	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	Resto	Total
<b>Totales</b>	<b>22,5</b>	<b>58,7</b>	<b>42,9</b>	<b>47,2</b>	<b>38,0</b>	<b>24,7</b>	<b>44,7</b>	<b>35,2</b>
<b>No tradicionales</b>	<b>21,7</b>	<b>59,6</b>	<b>36,3</b>	<b>12,7</b>	<b>(8,8)</b>	<b>21,7</b>	<b>27,3</b>	<b>28,9</b>
Sector agropecuario	33,4	222,8	(1,6)	60,9	(14,4)	12,5	22,8	40,1
Sector industrial	22,9	43,3	33,0	32,2	0,2	21,1	22,2	25,7
Alimentos, bebidas y tabaco	24,5	(12,4)	17,5	47,5	5,6	(36,0)	24,0	14,2
Hilados y tejidos	(7,8)	(6,6)	44,7	n.a.	90,9	14,8	17,5	8,0
Confecciones	7,3	51,1	53,0	66,7	(3,4)	79,5	36,9	20,3
Productos plásticos y de caucho	61,3	40,0	1,3	n.a.	600,0	2,4	27,5	27,8
Cuero y sus manufacturas	23,1	122,9	21,2	22,2	132,0	7,5	(20,8)	(1,9)
Madera y sus manufacturas	22,5	45,7	10,2	(62,5)	300,0	15,6	11,1	21,3
Artes gráficas y editoriales	56,6	(5,7)	17,9	8,1	(100,0)	11,3	9,6	11,4
Industria química	33,4	(4,6)	20,5	46,4	(10,1)	20,3	17,6	14,8
Minerales no metálicos	26,5	57,5	42,9	200,0	(43,3)	29,6	35,7	32,2
Industria de metales comunes	71,0	48,3	88,4	16,7	(81,8)	55,8	38,5	48,2
Maquinaria y equipo	11,3	2,6	6,2	(75,0)	(70,3)	44,4	9,7	9,8
Material de transporte	56,8	515,7	101,4	n.a.	(100,0)	(83,8)	109,1	259,7
Aparatos de óptica, cine y otros	5,2	51,9	20,7	(9,1)	180,0	(44,7)	(1,2)	(2,0)
Otras industrias	9,3	84,5	(8,4)	50,0	200,0	108,6	20,2	28,0
Sector minero (*)	(1,7)	17,1	67,5	(42,7)	133,3	700,0	114,3	31,4

n.a. No es aplicable.

(\*) Incluye oro y esmeraldas.

Fuente: DANE y Banco de la República.

**IMPORTACIONES (FOB), SEGÚN USO O DESTINO ECONÓMICO  
(MILLONES DE DÓLARES)**

	Enero-marzo		Variación	
	2004	2005	Absoluta	Porcentual
<b>Bienes de consumo</b>	<b>598</b>	<b>764</b>	<b>165</b>	<b>28</b>
Duraderos	307	368	61	20
No duraderos	292	396	104	36
<b>Bienes intermedios</b>	<b>1.593</b>	<b>1.969</b>	<b>376</b>	<b>24</b>
Combustibles y lubricantes (*)	62	63	1	2
Para la agricultura	135	149	14	10
Para la industria	1.395	1.756	361	26
<b>Bienes de capital</b>	<b>1.175</b>	<b>1.516</b>	<b>342</b>	<b>29</b>
Materiales de construcción	62	83	22	35
Para la agricultura	12	12	(0)	(3)
Para la industria	705	961	256	36
Equipo de transporte	395	460	64	16
<b>Bienes no clasificados</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>34</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>3.367</b>	<b>4.251</b>	<b>884</b>	<b>26</b>

(\*) Incluye derivados del petróleo y del carbón.  
Fuente: DANE y DIAN.

*De acuerdo con las cifras a abril, el país registró un superávit comercial de US\$ 363 m, como resultado de un crecimiento de las exportaciones totales de 33% anual y de las importaciones, de 28,9% anual. Las ventas de productos no tradicionales mantuvieron su ritmo de crecimiento en 29% anual.*

Como se aprecia en el Cuadro 13, al finalizar el primer trimestre de 2005, el comercio exterior de servicios no factoriales arrojó un déficit de US\$499 m (1,8% del PIB trimestral), superior en US\$111 m al del primer trimestre de 2004, explicado principalmente por los pagos netos de servicios de transporte (fletes y pasajes). De otro lado, el incremento en el déficit generado en renta de los factores (US\$89 m) se explica por los egresos asociados con el aumento en el giro por utilidades y dividendos de empresas con capital extranjero (US\$101 m). El pago de intereses por concepto de la deuda externa se incrementó en US\$74 m, principalmente por el servicio de la deuda del sector público.

Por su parte, los ingresos netos de US\$873 m por transferencias corrientes, crecieron US\$72 m (8,5% anual), fueron resultado principalmente del incremento de las transferencias diferentes a remesas, que aumentaron 20,8% (US\$29 m). Los ingresos por remesas de trabajadores en el primer trimestre de 2005 totalizaron US\$752 m y crecieron 6,1% (US\$43 m), de manera que representaron 2,7% del PIB trimestral, 11,9% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos y 91,4% del total de ingresos de capital recibidos por IED.

Por último, la información más reciente de comercio exterior, suministrada por el DANE y la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), muestra que el ritmo de crecimiento de las exportaciones y de las importaciones se ha mantenido. En efecto, de acuerdo con las cifras a abril, el país registró un superávit comercial de US\$ 363 m, como resultado de un crecimiento de las exportaciones

totales de 33% anual y de las importaciones, de 28,9% anual. Las ventas de productos no tradicionales mantuvieron su ritmo de crecimiento en 29% anual.

## 2. Cuenta de capital y financiera

Como se mencionó anteriormente, en el primer trimestre de 2005 se observó un cambio en la tendencia de los flujos de capital hacia el país, al registrarse salidas de capital por US\$227 m, frente a entradas de US\$845 m en igual período de 2004. El Cuadro 17 resume las operaciones de la cuenta financiera por sectores y plazos, y permite así entender mejor la naturaleza de los flujos de capital en el primer trimestre del año:

- El cambio en las tendencias de los flujos de capital en 2005 frente a lo observado en 2004 obedeció a las operaciones de acumulación de activos externos por parte del sector público, US\$1.240 m. Parte de estos recursos pertenece al Gobierno (US\$750 m) y es el resultado de las operaciones con el Banco República (traslado de utilidades y parte de la venta de dólares para el pago de la deuda con el BID<sup>22</sup>). El resto corresponde a recursos de entidades descentralizadas.
- Los flujos de capital del sector privado sin IED (financiero y no financiero), se mantuvieron en niveles similares a los de igual período del año anterior, aunque se observó una recomposición importante por plazos. En efecto, mientras los flujos de capital privados de corto plazo aumentaron US\$139 m, los de largo plazo, exceptuada IED, se redujeron en US\$239m.
- Las entradas de capital de IED neta fueron de US\$782 m y superaron en US\$211 m al valor registrado en igual período en 2004. Por sectores, la

*En el primer trimestre de 2005 se observó un cambio en la tendencia de los flujos de capital hacia el país, al registrarse salidas de capital por US\$227 m, frente a entradas de US\$845 m en igual período de 2004.*

<sup>22</sup> La operación de venta de dólares del Banco de la República al Gobierno se efectuó entre marzo y abril. Por esta razón, la balanza de pagos del primer trimestre de 2005 solo recoge parte de la operación.

### CUADRO 17

#### BALANZA DE CAPITAL Y FINANCIERA (MILLONES DE DÓLARES)

	I Trim.			Diferencia 2005-2004
	2003	2004	2005 (pr)	
Cuenta de capital y financiera (a + b + c + d)	430	845	(227)	(1.072)
a. Inversión extranjera neta en Colombia	276	571	782	211
b. Total sector público	95	27	(1.240)	(1.268)
c. Total sector privado financiero y no financiero sin IED	61	246	231	(15)
<i>Leasing</i>	123	(50)	34	85
Largo plazo	(442)	(61)	(299)	(239)
Corto plazo	378	357	496	139

(pr) Preliminar.  
Fuente: Banco de la República.

inversión directa en Colombia se destinó principalmente al sector de minas y canteras (US\$488 m), petróleo (US\$188 m) y a las actividades de transporte y comercio (US\$47 m y US\$45 m, respectivamente)<sup>23</sup>.

### 3. Variación de las reservas internacionales

Como resultado de las operaciones corrientes y de capital entre enero y marzo de 2005, se observó una desacumulación en las reservas internacionales brutas, sin incluir valorizaciones, por US\$593 m. Su saldo ascendió a US\$12.784 m, equivalente a 8,9 meses de importación de bienes, 7,2 meses de importaciones de bienes y servicios y 1,1 veces el valor de las amortizaciones de deuda pública y privada durante el año siguiente.

---

<sup>23</sup> Las cifras de IED de primer trimestre no alcanzan a registrar la venta de Coltabaco y de Cementos del Caribe, operaciones que se llevaron a cabo en el segundo trimestre del año.

#### RECUADRO 4

### LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN COLOMBIA

La inversión extranjera directa (IED) constituye una de las principales fuentes de financiación externa de las economías. En los últimos cinco años, Colombia recibió capitales externos de largo plazo por un monto promedio anual de US\$8.291 m, de los cuales el 29% correspondió a IED y el resto a flujo de endeudamiento externo. La IED se entiende como el capital utilizado por una empresa o inversionista de un país para crear o ampliar una filial o sucursal en otro país. Por sus características, la IED es vista como otro factor de desarrollo que permite a los países incrementar sus niveles de productividad gracias a diferentes aspectos: i) no solo implica transferencia de recursos financieros sino que genera una relación de largo plazo entre el inversionista (que adquiere control) y el receptor de la inversión; ii) facilita el acceso a las nuevas tecnologías, y iii) estimula la creación de nuevos mercados en los países receptores de la inversión.

La IED se puede clasificar en cuatro categorías, de acuerdo con las estrategias empresariales que la generan<sup>1</sup>: a) búsqueda de materias primas; b) búsqueda de mercados; c) búsqueda de eficiencia para conquistar terceros mercados; y d) búsqueda de elementos estratégicos, basados en innovación y asociaciones tecnológicas.

Por ejemplo, en el caso de México y la cuenca del Caribe la inversión se ha establecido bajo la modalidad de búsqueda de eficiencia para conquista de nuevos mercados, y se ha dirigido a la conformación de plataformas de exportación subregional, principalmente por parte de empresas de los Estados Unidos

---

<sup>1</sup> La inversión extranjera en América Latina y el Caribe 2003. Cepal, mayo de 2004.

que han aprovechado las ventajas del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y de la ley de asociación entre los Estados Unidos y la Cuenca del Caribe. Por ramas de actividad, la IED se ha ubicado en aquellas que hacen uso de alta tecnología, como por ejemplo el sector automotor y la electrónica, y en ramas de actividad de menor nivel tecnológico como son las confecciones.

En el caso de los países suramericanos, los flujos de IED han estado dirigidos a la búsqueda de materias primas (petróleo, cobre y carbón, entre otros) y el aprovechamiento de mercados locales, en sectores tales como las telecomunicaciones, la infraestructura energética y el sistema financiero. Estas inversiones fueron favorecidas por los procesos de desregulación y liberalización que acompañaron los programas de privatización efectuados en la región.

Los flujos de IED observados en América Latina fueron significativos en la década de los noventa. Entre 1996 y 2000 éstos totalizaron US\$70.600 m, promedio anual. Posteriormente, en los años 2001 a 2004, el flujo de IED se redujo a un promedio anual de US\$53.300 m<sup>2</sup> (Cuadro R4. 1).

En Colombia, la entrada de capital por IED fue facilitada por el desmonte de las restricciones a la IED que existían antes de la década de los noventa, así como por la política de privatización y concesión de algunas empresas del sector público, y por la modernización y capitalización del sector financiero.

**CUADRO R4.1**  
**FLUJO NETO DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**  
**1996-2004**  
**(MILLONES DE DÓLARES)**

	1996-2000 (*)	2001-2004 (*)
<b>1. Sudamérica</b>	<b>53.174</b>	<b>30.878</b>
a. Chile	5.667	4.684
b. Mercosur	36.760	18.663
Argentina	11.561	1.520
Brasil	24.824	16.839
Paraguay	188	66
Uruguay	187	238
c. Comunidad Andina	10.747	7.530
Bolivia	780	422
Colombia	3.081	2.184
Ecuador	692	1.340
Perú	2.001	1.517
Venezuela	4.192	2.067
<b>2. México y la Cuenca del Caribe</b>	<b>17.421</b>	<b>22.458</b>
a. México	12.873	17.685
b. Caribe	2.340	1.910
c. Centroamérica	2.208	2.863
<b>3. Total</b>	<b>70.595</b>	<b>53.336</b>

(\*) Promedio anual.  
Fuente: Cepal y FMI.

<sup>2</sup> La inversión extranjera en América Latina y el Caribe 2004. Cepal, marzo 2005.

Como resultado de los factores señalados, y el descubrimiento de nuevos yacimientos de petróleo, la IED registró incrementos significativos a partir de 1992, año en el cual se contabilizaron ingresos por US\$729 m. Entre 1994 y 1998, la IED presentó ingresos anuales promedio de US\$2.784 m, y alcanzó el nivel más alto en 1997, cuando totalizaron US\$5.562 m (5,2% del PIB). Finalmente, en el período 1999-2004, el promedio anual de IED se redujo a US\$2.225 m, aunque con una recuperación significativa en 2004 al registrar US\$3.005 m.

En Colombia, la dinámica de la IED observada entre 1994 y 1998 estuvo asociada con la inversión en el sector de electricidad, gas y agua (US\$4.168 m), en la industria manufacturera (US\$3.087 m), el sistema financiero (US\$3.034 m) y en el sector petrolero (US\$1.538 m), sectores que en su conjunto absorbieron el 85% del total de dichos recursos (Cuadro R4. 2).

Por su parte, en el período 1999-2004, los recursos de inversión se han dirigido principalmente a la explotación de minas y canteras (US\$3.835 m), dados los procesos de privatización de la explotación carbonífera y las posteriores inyecciones de capital que han efectuado los inversionistas para la ampliación de la capacidad de extracción del mineral, aprovechando la coyuntura de altos precios internacionales. Igualmente, los sectores financiero (US\$2.807 m), manufacturero (US\$2.160 m) y de transporte y comunicaciones (US\$2.133 m) canalizaron recursos importantes explicados básicamente por la capitalización de la banca nacional, los procesos de expansión de las empresas multinacionales en el sector de comunicación celular y en los sectores industriales de papeles, cauchos y alimentos.

**CUADRO R4.2**  
**FLUJO DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN COLOMBIA**  
**(MILLONES DE DÓLARES)**

	1994-1998	1999-2004
<b>Inversión directa en Colombia según actividad económica</b>	<b>13.918</b>	<b>13.347</b>
a. Sector petrolero	1.538	942
b. Resto de sectores	12.380	12.406
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	91	49
Minas y canteras (incluye carbón)	329	3.835
Manufactureras	3.087	2.160
Electricidad, gas y agua	4.168	(100)
Construcción	160	123
Comercio, restaurantes y hoteles	506	1.088
Transportes, almacenamiento y comunicaciones	723	2.133
Establecimientos financieros	3.034	2.807
Servicios comunales	282	311

Fuente: Banco de la República.

## V. LA POLÍTICA FISCAL

*Al culminar marzo, las finanzas del sector público acumularon un déficit por \$1.539 mm, equivalente a 0,6% del PIB anual. El desbalance en las cuentas del sector público fue producto de un déficit de 2,2% del PIB en las finanzas del GNC, que se compensó parcialmente con un superávit de 1,9% del PIB en el sector descentralizado.*

### A. RESULTADOS DEL PRIMER TRIMESTRE DEL AÑO 2005

Al culminar marzo, las finanzas del sector público acumularon un déficit por \$1.539 mm, equivalente a 0,6% del PIB anual. Frente al mismo período de 2004, este resultado evidencia un ligero deterioro en la situación fiscal del país, debido al aumento en el tamaño del déficit del Gobierno nacional central (GNC) que se generó por la expansión significativa de los gastos. En términos generales, el desbalance en las cuentas del sector público fue producto de un déficit de 2,2% del PIB en las finanzas del GNC, que se compensó parcialmente con un superávit de 1,9% del PIB en el sector descentralizado. Deben tenerse en cuenta, además, los costos de reestructuración del sistema financiero, el resultado del Banco de la República y otras partidas de ajuste que, en conjunto, ampliaron aún más el déficit consolidado en cerca de 0,3% del PIB (Cuadro 18)<sup>24</sup>.

El déficit del GNC ascendió a \$6.255 mm, como resultado de ingresos por \$9.982 mm frente a pagos por \$16.237 mm. Respecto al período enero-marzo de 2004, los ingresos aumentaron 11,8% y los gastos 22,8%. Dentro de los ingresos, cabe destacar el comportamiento del recaudo por renta, impuesto al valor agregado (IVA) externo y aduanas, cuyos crecimientos alcanzaron 14,2%, 25,6% y 27,9%, respectivamente. La dinámica de los dos últimos tributos está asociada principalmente a las importaciones, que al final de marzo alcanzaron un crecimiento de 26,2% respecto al valor observado en el primer trimestre del año anterior. En relación con el IVA interno, las cifras no indican un mayor dinamismo, a pesar del aumento del 7% al 10% en la tarifa aplicada sobre algunos bienes y servicios como lo ordena la Ley 788 de 2002. Este hecho está asociado probablemente con el recaudo bimensual del impuesto, lo que significa que en el primer trimestre

---

<sup>24</sup> En el Capítulo VII de éste Informe se presenta una explicación sobre los resultados financieros del Banco de la República.

SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO  
BALANCE FISCAL PRIMER TRIMESTRE

Concepto	Miles de millones de dólares		Porcentaje del PIB	
	2004	2005	2004	2005
<b>A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)</b>	<b>(278)</b>	<b>(836)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,3)</b>
<b>1. Gobierno nacional</b>	<b>(4.290)</b>	<b>(6.255)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,2)</b>
<b>2. Subtotal sector descentralizado</b>	<b>4.012</b>	<b>5.419</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
Eléctrico	37	81	0,0	0,0
FAEP	(113)	132	(0,0)	0,0
Ecopetrol	1.337	1.668	0,5	0,6
Telecom	9	(368)	0,0	(0,1)
Resto de entidades	778	477	0,3	0,2
EPM	46	113	0,0	0,0
Emcali	81	96	0,0	0,0
Seguridad social	1.194	2.170	0,5	0,8
Regional y local	556	971	0,2	0,3
Fondo Nacional del Café	87	79	0,0	0,0
<b>B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República</b>	<b>355</b>	<b>(133)</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,0)</b>
<b>C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin</b>	<b>141</b>	<b>80</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>D. Costo de la reestructuración financiera</b>	<b>(475)</b>	<b>(399)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,1)</b>
<b>E. Ajustes</b>	<b>(699)</b>	<b>(251)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(0,1)</b>
<b>F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)</b>	<b>(956)</b>	<b>(1.539)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,6)</b>

Fuente: Confis.

debió contabilizarse la última cuota del año anterior y solo la primera cuota correspondiente a los meses de enero y febrero de 2005. El impuesto a la gasolina tampoco muestra un crecimiento significativo, debido a la reducción de la demanda interna ocasionada por el incremento del precio (Cuadro 19).

En relación con el gasto del GNC, cuyo aumento fue de 22,8% anual, las cifras oficiales indican una reducción de 8,2% en intereses de la deuda, y un crecimiento de 36,8% en funcionamiento y de 30,8% en inversión. En el caso de los intereses, la disminución de los pagos refleja, en gran medida, el efecto de la revaluación sobre los costos financieros en moneda externa. Por su parte, la expansión del funcionamiento estuvo asociada al comportamiento de las transferencias y de los gastos generales que, en su orden, aumentaron 41,4% y 45,6%. El dinamismo de las transferencias refleja el crecimiento de los pagos por pensiones, que pasaron de \$1.283 mm, en el primer trimestre de 2004, a \$3.156 mm en el mismo período de 2005, con una variación anual de 146%. Este crecimiento de los pagos por pensiones está asociado, principalmente, a los traslados realizados al Seguro Social en el primer trimestre y a la causación de pagos del Gobierno a esta entidad, correspondientes al segundo trimestre del año<sup>25</sup>. Al excluir los pagos por pensiones,

*En relación con el gasto del GNC, las cifras oficiales indican una reducción de 8,2% en intereses de la deuda, y un crecimiento de 36,8% en funcionamiento y de 30,8% en inversión. Al excluir los pagos por pensiones, el crecimiento del gasto de funcionamiento sería de 18,0%.*

<sup>25</sup> La causación de pagos de pensiones al Seguro Social, por parte del Gobierno fue una operación atípica que se espera no se vuelva a presentar en el resto de año.



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

	2004	2005	Crecimiento anual 2004 - 2005
<b>I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)</b>	<b>8.927</b>	<b>9.982</b>	<b>11,8</b>
A. Tributarios	8.537	9.609	12,6
Renta	2.967	3.389	14,2
IVA interno	3.072	3.241	5,5
IVA externo	1.083	1.360	25,6
Gravamen	469	600	27,9
Gasolina	255	274	7,5
Transacciones financieras	527	570	8,2
Otros	164	175	6,7
B. No tributarios	47	38	(19,1)
C. Fondos especiales	65	70	7,7
D. Recursos de capital	247	234	(5,3)
E. Ingresos causados	31	31	0,0
<b>II. Gastos totales (A + B + C + D+E)</b>	<b>13.217</b>	<b>16.237</b>	<b>22,8</b>
A. Intereses	3.291	3.022	(8,2)
Externos	1.574	1.362	(13,5)
Internos	1.717	1.660	(3,3)
B. Funcionamiento <sup>1/</sup>	8.775	12.008	36,8
Servicios personales	1.280	1.397	9,1
Gastos generales	349	508	45,6
Transferencias	7.146	10.103	41,4
C. Inversión <sup>1/</sup>	809	1.058	30,8
D. Préstamo neto	102	21	(79,4)
E. Pagos causados	240	128	(46,7)
<b>III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) <sup>2/</sup></b>	<b>(4.290)</b>	<b>(6.255)</b>	<b>45,8</b>
<b>Costo de reestructuración financiera</b>	<b>475</b>	<b>399</b>	<b>(16,0)</b>
<b>IV. Financiamiento (A + B + C + D)</b>	<b>(4.765)</b>	<b>(6.654)</b>	<b>39,6</b>
A. Crédito externo neto	(160)	624	(490,0)
Desembolsos	1.542	1.212	(21,4)
Amortizaciones	1.702	588	(65,5)
B. Crédito interno neto	4.022	6.525	62,2
Desembolsos	5.681	9.233	62,5
Amortizaciones	1.659	2.708	63,2
C. Utilidades del Banco de la República	803	454	(43,5)
D. Otros	100	(949)	(1.049,0)
<b>V. Déficit como porcentaje del PIB</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,2)</b>	

<sup>1/</sup> Incluye pagos y deuda flotante.

<sup>2/</sup> No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Confis.

el crecimiento del gasto de funcionamiento sería de 18,0%. De otro lado, la expansión del rubro de inversión es atribuible a la ejecución del gasto efectivo, que aumentó 13,4%, y a la acumulación de deuda flotante, que creció 59,1%.

El financiamiento del déficit del GNC provino, en su mayor parte, de los recursos del crédito interno. El crédito externo neto alcanzó \$624 mm, producto de desembolsos por \$1.212 mm y amortizaciones por \$588 mm. A su vez, el endeudamiento interno neto aumentó a \$6.525 mm con desembolsos por \$9.233 mm frente a amortizaciones por \$2.708 mm. Las colocaciones de TES alcanzaron \$10.012 mm, de los cuales \$5.652 mm se realizaron mediante el mecanismo de subastas.

GOBIERNO NACIONAL CENTRAL  
DEUDA COMO PORCENTAJE DEL PIB

	Interna	Externa	Total
Dic-03	29,1	25,2	54,3
Mar-04	29,0	23,6	52,6
Jun-04	28,6	23,4	52,0
Sep-04	28,7	22,5	51,2
Dic-04	29,8	21,2	51,0
Mar-05	30,8	20,6	51,4

Fuente: Banco de la República

Con las anteriores operaciones de financiamiento el saldo de la deuda del GNC aumentó ligeramente al pasar de 51% del PIB, en diciembre de 2004, a 51,4% del PIB en marzo del presente año (Cuadro 20). Mientras el componente interno de la deuda ascendió en el trimestre de 29,8% del PIB a 30,8% del PIB, el componente externo se redujo de 21,2% del PIB a 20,6% del PIB, como resultado, en gran parte, de la apreciación del peso registrada durante los últimos meses. De esta manera, se observa que el Gobierno mantiene una política de endeudamiento orientada al crédito interno. En efecto, el saldo de la deuda interna como porcentaje del total de la deuda pública, pasó de 53,4%, en diciembre de 2003, a 60,0% en marzo de 2005.

En efecto, el saldo de la deuda interna como porcentaje del total de la deuda pública, pasó de 53,4%, en diciembre de 2003, a 60,0% en marzo de 2005.

Cabe destacar que, como parte del programa del Gobierno nacional de reducir la exposición cambiaria de la deuda pública y de mejorar la estructura de plazos, en junio se llevó a cabo una operación de canje de títulos denominados en dólares y euros, con vencimiento entre 2005 y 2008, por TES tasa fija y TES unidad de valor real (UVR), con vencimiento ente 2008 y 2015, por un valor total de US\$583 m. Esta operación contribuyó a mitigar las presiones a la apreciación en el corto plazo.

En cuanto a las demás entidades y sectores, sobresale el comportamiento favorable de Ecopetrol, el sector público regional y local y la seguridad social. Ecopetrol generó un superávit equivalente a 0,6% del PIB gracias a la evolución del precio externo del crudo, al aumento en el valor de las ventas internas, por el desmonte de los subsidios a los combustibles, y a la reducción de los gastos, especialmente en los rubros de transferencias e inversión. Las finanzas regionales y locales contabilizaron un superávit de 0,3% del PIB, generado, en gran parte, por la mejoría en el recaudo de impuestos de los gobiernos subnacionales y el rezago en la ejecución de la inversión en algunos departamentos y municipios. Finalmente, la seguridad social registró un superávit de 0,8% del PIB, el cual tiene origen en los recursos trasladados por el GNC a los diferentes fondos de seguridad social, dentro de los cuales sobresale el Fondo de Pensiones Territoriales (Fonpet).

## B. PERSPECTIVAS FISCALES PARA EL AÑO 2005

En el informe de la Junta Directiva presentado en el mes de marzo se señaló que el Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) había establecido inicialmente una meta de déficit consolidado de 2,2% del PIB para 2005, la cual podría ampliarse a 2,5% del PIB, si a lo largo del año se ejecutaran proyectos de inversión de alto retorno social.

La revisión del Plan Financiero para 2005, aprobada a principios de junio, fijó en 2,5% del PIB la meta de déficit consolidado, y abrió así oficialmente el espacio

fiscal para la ejecución de importantes proyectos y programas como el de Familias en Acción, inversión y capitalización del campo, y pavimentación y mantenimiento de 1.400 km de vías. Aparte de la redefinición de la meta fiscal, el nuevo Plan Financiero para 2005 realizó algunos ajustes en las estimaciones del GNC, Ecopetrol y la seguridad social, los cuales no significaron mayores cambios en las cifras del sector público no financiero. Con los últimos ajustes, la consecución de la meta fiscal requiere que el déficit del GNC, estimado en 6,1% del PIB, se compense parcialmente con un superávit por 3,7% del PIB en el sector descentralizado.

De acuerdo con las cifras oficiales, los ingresos del GNC aumentarán 9,8% y los gastos 12,9%. Los tributos más dinámicos serán el IVA interno, el gravamen y el impuesto a la gasolina, con crecimientos de 13%, 15,1% y 16,1%, respectivamente. El dinamismo del IVA interno estará asociado al aumento de 7% a 10% de la tarifa aplicada sobre algunos bienes y servicios, en tanto que el gravamen dependerá del comportamiento de las importaciones (Cuadro 21).

En relación con los gastos del GNC, vale la pena anotar que mientras los intereses de la deuda aumentarán 9,8% y el funcionamiento 15,1%, los pagos por inversión decrecerán 2,4%. Dentro del funcionamiento, se espera una expansión de 6,9% en servicios personales y de 18,5% en transferencias. El dinamismo de este último rubro de gasto estará asociado a los pagos por pensiones, cuyo crecimiento alcanzará cerca el 50%, en gran parte por la transferencia de recursos por valor

CUADRO 21

**SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO**  
**BALANCE FISCAL, 2004 - 2005**  
**DÉFICIT (-) O SUPERÁVIT (+)**

Concepto	Miles de millones de dólares		Porcentaje del PIB	
	2004	2005 (p)	2004	2005 (proy)
<b>A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)</b>	<b>(3.586,0)</b>	<b>(6.770,0)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(2,4)</b>
<b>2. Gobierno Nacional</b>	<b>(13.983,0)</b>	<b>(17.041,0)</b>	<b>(5,5)</b>	<b>(6,1)</b>
<b>1. Subtotal sector descentralizado</b>	<b>10.397,0</b>	<b>10.271,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>
Eléctrico	499,0	680,0	0,2	0,2
FAEP	167,0	200,0	0,1	0,1
Ecopetrol	296,0	91,0	0,1	0,0
Telecom	257,0	(19,0)	0,1	(0,0)
Resto de entidades	1.527,0	1.410,0	0,6	0,5
EPM	502,0	335,0	0,2	0,1
Emcali	271,0	460,0	0,1	0,2
Seguridad social	4.009,0	5.131,0	1,6	1,8
Regional y local	2.832,0	1.981,0	1,1	0,7
Fondo Nacional del Café	37,0	2,0	0,0	0,0
<b>B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República</b>	<b>1.225,0</b>	<b>320,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>
<b>C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin</b>	<b>720,0</b>	<b>326,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>D. Costo de la reestructuración financiera</b>	<b>(920,0)</b>	<b>(950,0)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,3)</b>
<b>E. Ajustes</b>	<b>(886,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,3)</b>	<b>0,0</b>
<b>F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)</b>	<b>(3.447,0)</b>	<b>(7.074,0)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(2,5)</b>

(proy) Proyectado  
Fuente: Confis.

cercano a los \$4 billones (b) que se debe realizar al Seguro Social (ISS), debido al agotamiento de sus reservas.

El financiamiento del déficit del GNC provendrá, en su mayor parte, de recursos del crédito interno, con un endeudamiento neto por \$15.759 mm, producto de desembolsos por \$25.652 mm, frente a amortizaciones por \$9.893 mm. El principal instrumento de deuda interna estará constituido por los TES B con colocaciones brutas por \$25.609 mm, de los cuales \$12.461 mm se realizarán mediante subastas, \$9.542 a través de operaciones convenidas y \$3.606 de suscripciones forzosas.

Desde un punto de vista más estructural, las proyecciones del Gobierno, presentadas en el *Marco fiscal de mediano plazo*, muestran una reducción gradual de la deuda neta del sector público no financiero (SPNF) en los próximos diez años, la cual pasaría de 39,4% del PIB en 2004 a 31,0% del PIB en 2015<sup>26</sup>. Para la consecución de esta senda de deuda, se requiere que el SPNF genere un superávit primario equivalente a 2,7% del PIB durante los próximos años. Ello solo es viable en la medida en que se continúe el proceso de estudio y aprobación de las reformas requeridas.

Se debe destacar que en la última legislatura se dio un paso muy importante para garantizar la sostenibilidad fiscal. En efecto, el Congreso de la República ha terminado la aprobación de un acto legislativo que reduce el pasivo pensional de la Nación y elimina los regímenes pensionales especiales. Según los últimos cálculos actuariales, esta medida implica reducir el pasivo pensional de la Nación en 18% del PIB, al pasar de 162,4% del PIB de 2005, antes del acto legislativo a 144,4% después de éste.

No obstante, la aprobación de este acto debe ser complementada hacia el futuro con definiciones en temas de mucha trascendencia fiscal que hoy se rigen por normas de vigencia transitoria. Este es el caso de la estructura tributaria que contempla unos impuestos y exenciones que tienen vigencia hasta 2006<sup>27</sup>. De otro lado, la estructura de transferencias territoriales tiene un régimen transitorio que culmina en 2008 y que debe ser motivo de análisis por parte del Congreso de la República.

---

<sup>26</sup> Se refiere a la deuda pública total, neta, de activos financieros domésticos y externos.

<sup>27</sup> Por ejemplo, la sobretasa del impuesto a la renta y el impuesto al patrimonio tienen vigencia hasta el año gravable 2006. La tarifa de 4 x 1.000 del gravamen a las transacciones financieras tiene vigencia hasta el año 2007.

## VI. EL NIVEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

*El Banco de la República maneja las reservas internacionales a partir de tres elementos centrales: i) la aplicación de una política monetaria de inflación objetivo; ii) la permanencia de un régimen de tipo de cambio flotante, y iii) la administración óptima de las reservas. Estos tres componentes de la estrategia macroeconómica buscan garantizar la estabilidad de la economía como requisito fundamental para el crecimiento económico y el desarrollo social.*

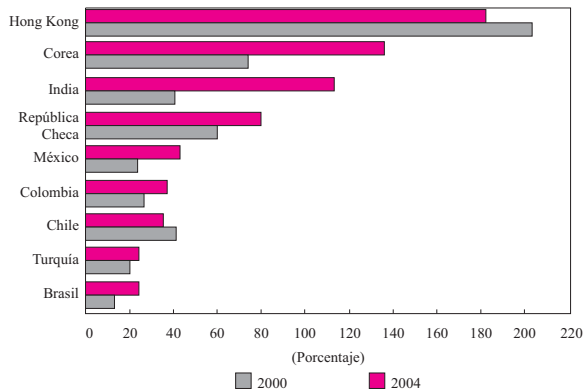
Como se ha reiterado en diversos informes de la JDBR al Congreso, el Banco de la República maneja las reservas internacionales a partir de tres elementos centrales: i) la aplicación de una política monetaria de *inflación objetivo*; ii) la permanencia de un régimen de tipo de cambio flotante, y iii) la administración óptima de las reservas. Estos tres componentes de la estrategia macroeconómica buscan garantizar la estabilidad de la economía como requisito fundamental para el crecimiento económico y el desarrollo social.

En particular, las reservas internacionales en Colombia se manejan con tres objetivos principales: i) proteger la economía contra posibles choques externos, ii) minimizar riesgos de pérdida y asegurar la disponibilidad oportuna de liquidez internacional cuando ésta se requiera, y iii) garantizar la provisión eficiente de liquidez cuando las condiciones ameriten utilizar parte de las reservas con dicho propósito.

En informes anteriores, la JDBR ha dado una explicación detallada sobre los criterios que ha tenido en cuenta para evaluar el nivel y el manejo de las reservas del país. Un nivel de reservas que se considere “adecuado” varía con la evolución del entorno internacional, con el tamaño relativo de la deuda externa del país, con el perfil de las amortizaciones de la deuda externa y con la sostenibilidad del crecimiento económico, entre otras variables. Por tanto, mantener reservas internacionales tiene costos de oportunidad y beneficios que aumentan de manera directa con el nivel de reservas.

Una parte crucial del análisis es el seguimiento permanente a los indicadores que miden la vulnerabilidad externa del país. Como se detalla a continuación, la actualización de dichos indicadores muestra que las reservas internacionales de Colombia se encuentran en un nivel que podría considerarse adecuado para enfrentar choques externos en caso de que ellos se presenten. Sin embargo, una comparación internacional, utilizando como indicador de referencia la razón

RAZÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES  
A DEUDA EXTERNA TOTAL



Fuente: Datastream, cálculos del Banco de la República.

reservas netas/deuda externa total, muestra que el acervo de las reservas internacionales de Colombia es inferior al de otras economías emergentes (Gráfico 41).

A. INDICADORES DE  
VULNERABILIDAD EXTERNA

Los indicadores más relevantes para evaluar la vulnerabilidad externa de un país son:

- Indicador de amortizaciones de deuda: (reservas/amortizaciones del año en curso);
- Indicador de servicio de deuda: (reservas/servicio de la deuda externa total);
- Indicador de posición adecuada de liquidez: (reservas/(amortizaciones + déficit en cuenta corriente)).

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

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

El Cuadro 22 presenta, para Colombia, los indicadores de las reservas internacionales para el período de 2002 a 2004. Al cierre de 2004, los indicadores de amortizaciones de deuda externa exceden el valor de 1, y varían entre 1,14 y 1,54. A su vez los indicadores de servicio de la deuda total y de posición adecuada de liquidez se ubicaron en valores cercanos a 1. Por ejemplo, los de reservas/(amortizaciones + déficit en cuenta corriente) se situaron entre 1,39 y 0,98.

Vale la pena insistir en que si bien la coyuntura externa continua favorable y la prima de riesgo país ha registrado una reducción sustancial, aún existe el riesgo de que la situación se revierta y se detengan las entradas de flujos de capital o incluso se cierre el acceso a los mercados financieros internacionales. Por esta

## INDICADORES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE COLOMBIA

	2002	2003	2004	2005 (*)
<b>Saldo</b>				
Reservas internacionales netas (millones de dólares)	10.841	10.916	13.536	13.725
Reservas internacionales FMI (millones de dólares)	10.507	10.524	13.197	13.560
<b>Indicadores</b>				
<b>A. Indicador de amortizaciones de deuda externa</b>				
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	10.146	10.173	8.806	11.826
Reservas netas/amortizaciones deuda externa del año en curso	1,07	1,07	1,54	1,16
Reservas netas/amortizaciones deuda externa del siguiente año	1,07	1,24	1,14	1,25
<b>B. Indicador de servicio de deuda</b>				
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	0,86	0,87	1,20	0,95
RIN/(servicio de deuda año siguiente)	0,86	0,97	0,94	0,98
<b>C. Indicador de posición adecuada de liquidez externa</b>				
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit Cta. Cte. año corriente)	0,94	0,98	1,39	0,99
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit Cta. Cte. año siguiente)	0,97	1,12	0,98	0,97

(\*) Saldo de reservas internacionales al mes de junio de 2005.  
Fuente: Cálculos del Banco de la República.

razón, el país debe mantener un nivel de reservas tal que le permita enfrentar una crisis externa de mediana magnitud.

## B. EL NIVEL ACTUAL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y CRITERIOS DE ADMINISTRACIÓN

En junio de 2005 las reservas internacionales netas totalizaron US\$13.725,1 m, cuantía superior en US\$189,3 m al saldo registrado en diciembre de 2004<sup>28</sup>. Durante este período se compraron reservas a través del mecanismo de intervención discrecional por un valor de US\$1.615,0 m, se hicieron operaciones de venta de divisas y de traslado de utilidades al Gobierno por US\$1.250 m y US\$196 m, respectivamente, y el rendimiento neto del tramo de inversión de las reservas internacionales fue de US\$6 m.

El principal componente de las reservas internacionales lo constituye el tramo de inversión, con el 92,2% del total (US\$12.650,3 m)<sup>29</sup>. El saldo restante está distribuido en: i) la posición de reservas en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y

<sup>28</sup> Las reservas netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. A menos que se indique lo contrario, todas las cifras en este documento corresponden al fin del mes de junio de 2005 y son cifras provisionales.

<sup>29</sup> El tramo de inversión se refiere a los recursos de portafolios administrados internamente, portafolios delegados y la suma que se destina a capital de trabajo.

el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR): US\$738,5 m; ii) los derechos especiales de giro (DEG): US\$173,4 m; iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US\$166,6 m, y iv) los depósitos a la orden y el efectivo en caja: US\$2,0 m. Así mismo, se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$5,7 m (Cuadro 23).

Los criterios de administración de las reservas internacionales establecidos por el Banco de la República son, en orden de importancia, seguridad, liquidez y rentabilidad. Conforme a estos criterios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario, y una parte de ellas se mantiene como capital de trabajo para garantizar su disponibilidad inmediata.

De acuerdo con las directrices anteriores, una proporción del tramo de inversión de las reservas internacionales es manejado por entidades administradoras de

CUADRO 23

COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Descripción	Jun-04		Dic-04		Jun-05	
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje
<b>Caja</b>	<b>78</b>	<b>0,7</b>	<b>16</b>	<b>0,1</b>	<b>2</b>	<b>0,0</b>
Efectivo en caja	78	0,7	16	0,1	0	0,0
Depósitos a la orden	1	0,0	1	0,0	2	0,0
<b>Inversiones</b>	<b>10.453</b>	<b>90,2</b>	<b>12.336</b>	<b>91,1</b>	<b>12.650</b>	<b>92,2</b>
Portafolio directo	5.207	44,9	6.948	51,3	5.578	40,6
Portafolio en administración	5.245	45,3	5.389	39,8	7.072	51,5
<b>Oro</b>	<b>129</b>	<b>1,1</b>	<b>143</b>	<b>1,1</b>	<b>143</b>	<b>1,0</b>
En caja	0	0,0	0	0,0	0	0,0
En custodia	129	1,1	143	1,1	143	1,0
<b>Fondo Monetario Internacional</b>	<b>588</b>	<b>5,1</b>	<b>627</b>	<b>4,6</b>	<b>590</b>	<b>4,3</b>
DEG	169	1,5	183	1,4	173	1,3
Posición de reserva	419	3,6	444	3,3	416	3,0
<b>Fondo Latinoamericano de Reservas</b>	<b>340</b>	<b>2,9</b>	<b>340</b>	<b>2,5</b>	<b>342</b>	<b>2,5</b>
Aportes	320	2,8	320	2,4	322	2,3
Pesos andinos	20	0,2	20	0,1	20	0,1
<b>Convenios internacionales</b>	<b>3</b>	<b>0,0</b>	<b>77</b>	<b>0,6</b>	<b>4</b>	<b>0,0</b>
<b>Total reservas brutas</b>	<b>11.591</b>	<b>100,0</b>	<b>13.540</b>	<b>100,0</b>	<b>13.731</b>	<b>100,0</b>
<b>Pasivos de corto plazo</b>	<b>4</b>	<b>0,0</b>	<b>4</b>	<b>0,0</b>	<b>6</b>	<b>0,0</b>
Convenios internacionales	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Bancos del exterior	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Valores por pagar, compra, inversiones	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Intereses causados de los pasivos	4	0,0	4	0,0	6	0,0
<b>Total reservas netas</b>	<b>11.588</b>	<b>100,0</b>	<b>13.536</b>	<b>100,0</b>	<b>13.725</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Banco de la República.



fondos en el exterior. Estas firmas son escogidas mediante un riguroso sistema de selección que evalúa su experiencia en el negocio, el tamaño de los fondos que administran y la calidad de su proceso de inversión y gestión del riesgo. Como se ha mencionado en informes anteriores, estas entidades han mejorado el rendimiento de las reservas a través de un manejo especializado.

Del tramo de inversión, el Banco de la República gestionó directamente US\$5.577,9 m (44,1% del total del tramo), incluido el capital de trabajo por US\$553,0 m. Las firmas especializadas Barclays Global Investors, J. P. Morgan Investment Management Inc., Goldman Sachs Asset Management y Morgan Stanley Investments L. P. administraron el restante 55,9%, US\$7.072,3 m.

El riesgo crediticio para el total del portafolio de inversiones se concentra principalmente en el sector soberano, e incluye activos de corto y largo plazos, con un 69,5% del portafolio; y la proporción restante se distribuye entre los demás sectores así: 15,9% en el sector bancario, 9,7% en el corporativo, 2,0% en el supranacional, 0,6% en el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por la sigla en inglés de Bank for International Settlements) y 2,3% en Acuerdos de Recompra en la Reserva Federal de Nueva York. A junio de 2005, la distribución por calidad crediticia, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas<sup>30</sup>, fue la siguiente: 26,5% “P-1”<sup>31</sup>; 64,2% “AAA”; 4,2% “AA”; 2,2% “A”; 0,6% en el BIS y 2,3% en Acuerdos de Recompra en la Reserva Federal de Nueva York. La distribución del riesgo crediticio refleja el alto criterio de seguridad con que se administran las reservas internacionales.

En el Cuadro 24 se presentan los rendimientos de los distintos portafolios que conforman el tramo de inversión de las reservas internacionales y se comparan con el rendimiento del índice de referencia.

*Los criterios de administración de las reservas internacionales establecidos por el Banco de la República son, en orden de importancia, seguridad, liquidez y rentabilidad. Conforme a estos criterios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario, y una parte de ellas se mantiene como capital de trabajo para garantizar su disponibilidad inmediata.*

<sup>30</sup> Standard & Poor’s, Moody’s y Fitch Ratings.

<sup>31</sup> En la escala de las calificaciones de corto plazo, “P-1” representa la mejor.

#### CUADRO 24

#### RENDIMIENTO DE PORTAFOLIOS DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES SIN ANUALIZAR 1/ DICIEMBRE 2004 A JUNIO 2005

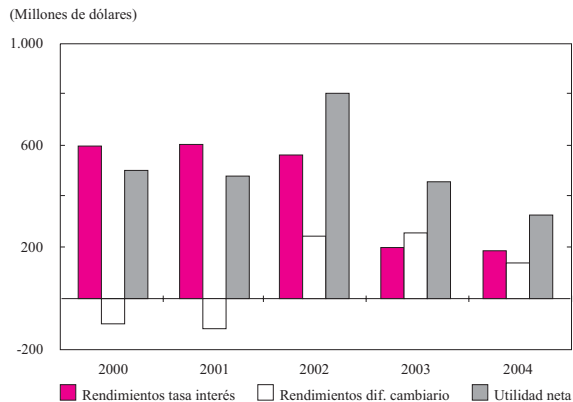
Administrador	Rendimientos sin anualizar		
	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia
Banco de la República 2/	(0,10)	(0,11)	0,01
Barclays Global Investors	(0,85)	(1,38)	0,54
J. P. Morgan Investment Management	(1,37)	(1,38)	0,01
Goldman Sachs Asset Management	1,14	1,07	0,07
Morgan Stanley Investments	1,28	1,07	0,21
Capital de trabajo	1,29		

1/ Cifras provisionales sujetas a revisión.

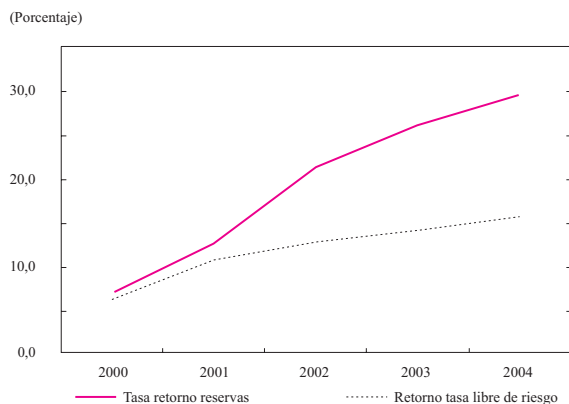
2/ No incluye capital de trabajo.

Fuente: Banco de la República.

### RENDIMIENTOS RESERVAS INTERNACIONALES, 2000-2003



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



Fuente: Banco de la República.

Desde el año 2000 y hasta finales de 2004, las tasas de interés de las economías desarrolladas presentaron una tendencia a la baja, la cual se ha revertido en lo corrido de 2005, período durante el cual las tasas de interés de corto plazo han aumentado y se espera continúen con esta misma tendencia hasta finales del año. No obstante lo anterior, es conveniente recalcar que gracias a la marcada disminución en las tasas de interés durante el período comprendido entre el año 2000 y el año 2004, los precios de los títulos en los que se invierten las reservas se beneficiaron sustancialmente, a lo que se adicionó la apreciación de las divisas frente al dólar americano. La combinación de estos dos factores resultó en rendimientos de las reservas internacionales inusualmente altos, muy por encima de lo pronosticado por el Banco de la República y por el retorno obtenido por la tasa libre de riesgo de los Estados Unidos<sup>32</sup>. En el Gráfico 42 se puede apreciar la tasa de rendimiento acumulada de las reservas frente a la tasa libre de riesgo en dólares, y se desagrega el retorno de las reservas en dólares por la causación y la valorización de sus instrumentos de renta fija (“rendimiento de tasa de interés”) y por el diferencial cambiario frente a dólares americanos (“rendimiento de diferencial cambiario”).

Durante el período 2000-2004 la política de inversión de las reservas internacionales, diseñada por el Banco de la República, presentó un rendimiento superior en 86% al generado por la tasa libre de riesgo en dólares para el mismo período. Las principales fuentes de este exceso de retorno fueron la valorización de los activos

de renta fija y los intereses percibidos por dichas inversiones. Se puede apreciar que desde el año 2000 y hasta 2002, los rendimientos por tasas de interés fueron de aproximadamente US\$600 m al año, mientras que el ingreso por diferencial cambiario no contribuyó de forma tan contundente al rendimiento total. Durante los años 2003 y 2004, debido al ambiente general de tasas de interés bajas, el retorno por este concepto cayó a una tercera y cuarta partes, respectivamente, de lo que venía rentando en años anteriores, mientras que la apreciación de las diferentes divisas, en especial el euro y el yen frente al dólar americano contribuyó positivamente a contrarrestar la reducción de la rentabilidad por tasas de interés.

<sup>32</sup> La tasa libre de riesgo es la que consigue el inversionista cuando no asume ni riesgo de mercado ni crediticio. En el caso de los Estados Unidos se toma la Letra del Tesoro de tres meses.

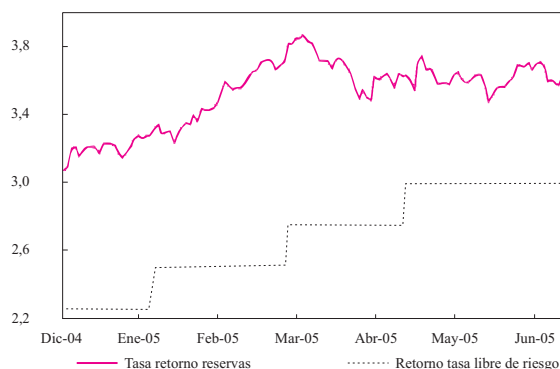
A diferencia de lo ocurrido en los años anteriores, durante los primeros seis meses de 2005, las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos han aumentado sustancialmente, ya que la Reserva Federal ha incrementado su tasa de referencia (*Fed Funds*) de 2,25% a 3,25%, y el dólar americano se ha revaluado frente al euro y al yen japonés (Gráfico 43). Lo anterior ha impactado el retorno del portafolio de inversiones de las reservas internacionales de la siguiente forma: i) se han registrado pérdidas por el componente cambiario, debido a la desvalorización de las inversiones denominadas en monedas diferentes al dólar; y ii) a pesar del incremento de las tasas de interés en los Estados Unidos, que afecta negativamente el precio de los activos, el rendimiento por causaciones y valorizaciones ha sido positivo, principalmente debido los intereses generados por las inversiones.

Como se mencionó en el Informe presentado al Congreso de la República en marzo de 2005, la composición cambiaria, objetivo del portafolio de inversión de las reservas internacionales, está definida de la siguiente manera: 85% en dólares, 12% en euros y 3% en yenes<sup>33</sup>. Como se explica en detalle en el Recuadro 5, en donde además se presenta una comparación internacional, la composición cambiaria de las reservas internacionales del país es un reflejo de la denominación de las obligaciones del país con el resto del mundo. Esto debido a que, por definición, una de las funciones de las reservas internacionales es servir de fuente de liquidez ante un eventual cierre de los mercados externos.

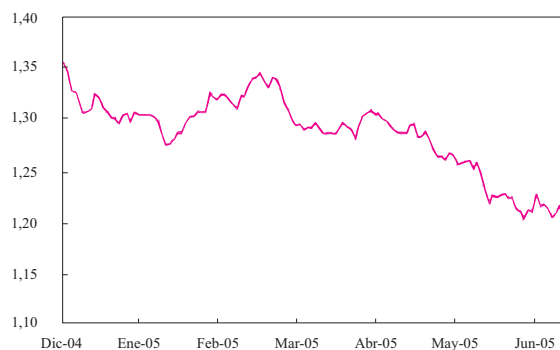
En lo que respecta a los tipos de cambio, en lo corrido del año hasta el mes de junio, el euro se ha devaluado 10,75% frente al dólar, mientras que el yen japonés se ha debilitado 7%. La apreciación del dólar está relacionada con el aumento en las tasas de interés en los Estados Unidos, y al buen desempeño de la economía de ese país comparado con el de Europa y Japón. En este punto es importante mencionar que en el año 2004 el Banco de la República incrementó la reserva para la fluctuación de monedas a \$1.768,1 mm, contra la

#### EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS DEL TESORO AMERICANO Y DEL DÓLAR FRENTE AL YEN Y AL EURO

#### EVOLUCIÓN DE LA TASA DE RENDIMIENTO, NOTA DEL TESORO A 2 AÑOS Y FONDOS FEDERALES EN ESTADOS UNIDOS, 2005



#### EURO VS. DÓLAR, 2005



#### YEN VS. DÓLAR, 2005 (\*)



<sup>33</sup> Esta composición los portafolios está bajo administración y no incluye capital de trabajo.

(\*) La cotización inversa dólar/yen implica que el yen pierde valor a medida que se aleja de cero. Fuente: Bloomberg.

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

cual se podrán enjugar las pérdidas cambiarias que puedan ocurrir durante el año 2005, sin afectar las transferencias al Gobierno.

El rendimiento neto del total de las reservas internacionales a junio 30 de 2005 totalizó -US\$10,0 m. Las pérdidas debidas a movimientos en las tasas de interés y diferencial cambiario sumaron US\$186,3 m, y fueron compensadas parcialmente por los rendimientos por causación de interés: US\$176,3 m.

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

Entre las labores de control que ejerce la auditoría del Banco, relacionados con la inversión de las reservas internacionales, se destacan los siguientes aspectos: i) labor permanente de monitoreo sobre las operaciones de inversión, con el propósito de verificar, entre otros, la adherencia a las disposiciones establecidas por el Comité Interno de Reservas; la seguridad y la salvaguarda de los activos adquiridos; el cumplimiento de las obligaciones que por su administración se deriven; el desempeño financiero frente al portafolio de referencia y la efectividad de la administración en la gestión de los riesgos de liquidez, cambiario, crediticio y de mercado; ii) se revisan factores de riesgo en los procedimientos operativos internos; y, iii) periódicamente se adelantan visitas de auditoría a administradores externos de portafolio y custodios, donde se examina el ambiente de control interno establecido por dichas instituciones para el manejo y control de los recursos entregados en administración.

## RECUADRO 5

### COMPOSICIÓN CAMBIARIA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES COMPARACIÓN INTERNACIONAL

La composición cambiaria de las reservas internacionales debe reflejar la denominación de las obligaciones de pago de los colombianos, ya que por definición las reservas deben servir de fuente de liquidez cuando se limite el acceso a los mercados financieros internacionales. Tomando en cuenta esta restricción, el Banco de la República revisa los pagos del país según la balanza de pagos, y, si es necesario, modifica la composición cambiaria del portafolio de inversión de las reservas. La última modificación se llevó a cabo en enero de 2004 y quedó establecida de la siguiente manera: dólares (85%), euros (12,0%) y yenes (6%). Para determinar la composición cambiaria de las reservas, el Banco de la República calcula el promedio móvil de tres años de la composición por monedas de los egresos de la balanza de pagos. A continuación, se realiza un comparativo de la metodología empleada por el banco central de Colombia

para determinar la composición por monedas de las reservas internacionales, con las metodologías que se utilizan en otros países.

Para efectuar la comparación se tuvieron en cuenta países con diferentes niveles de riqueza y grados de desarrollo, así como de distintas zonas geográficas, para los que existe información sobre el manejo de las reservas internacionales en las publicaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) (Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, 2003): Brasil, Chile, Canadá, Colombia, la República Checa, Corea del Sur, Hong Kong, India, México y Turquía. Estos países se caracterizan por tener una participación relativamente importante dentro del total de las reservas internacionales, o por ser reconocidos a nivel mundial por el manejo de sus reservas internacionales.

Las metodologías más utilizadas por los bancos centrales para determinar la composición cambiaria de las reservas internacionales se pueden agrupar en cuatro categorías (Cuadro R5. 1):

- i. La primera metodología consiste en hacer que la composición cambiaria de los activos del banco central replique la de sus pasivos.
- ii. Mediante una segunda metodología, el banco central escoge la composición por monedas de sus reservas internacionales, de acuerdo con sus necesidades de intervención en el mercado cambiario. De esta manera, la moneda que se utiliza para realizar las intervenciones tiene una mayor participación dentro de las reservas.
- iii. Otros bancos centrales emplean sofisticados modelos financieros de optimización, con los cuales se determina la composición cambiaria de las reservas a partir del perfil de riesgo/retorno de las monedas en el largo plazo.

**CUADRO R5.1**  
**METODOLOGÍA PARA DETERMINAR LA COMPOSICIÓN CAMBIARIA**  
**DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES, 2003**

País	Grado de endeudamiento	Régimen cambiario	Metodología	
			Principal	Complementaria
Brasil	Alto	TCL	Flujos de egresos	
Turquía	Alto	TCL	Estructura pasivos	Flujos de egresos
Colombia	Moderado	TCL	Flujos de egresos	
Chile	Moderado	TCL	Flujos de egresos	
México	Menor	TCL	Modelos financieros	
India	Menor	TCL	Flujos de egresos	
Rep. Checa	Menor	TCL	Intervención	Modelos financieros
Corea	DC	TCL	Flujos de egresos	Intervención
Hong Kong	DC	TCF	Intervención	Modelos financieros
Canadá	DC	TCL	Estructura pasivos	

**Nota:**

DC: Deuda no clasificada.

TCL: Tasa de cambio libre.

TCF: Tasa de cambio fija.

Fuente: Banco Mundial, FMI (2003).

- iv. La última metodología consiste en replicar en las reservas la composición cambiaria de alguna especificación de salidas de capital. Dentro de los factores que se tienen en consideración para determinar estos egresos de referencia se encuentran la composición cambiaria de la deuda externa, la clasificación de las importaciones por país de origen y la composición cambiaria de otros egresos de la balanza de pagos.

En Colombia, la composición cambiaria de las reservas internacionales depende de la estructura por monedas de los egresos registrados en la balanza de pagos. Para este fin se calcula el promedio móvil de tres años de dicha estructura. Esta metodología es empleada por diferentes bancos centrales del mundo.

De acuerdo con la información sobre el manejo de las reservas internacionales del FMI, se encontró que la escogencia de la metodología empleada por los bancos centrales para determinar la composición por monedas de las reservas internacionales depende de los siguientes factores: la capacidad de pago de las reservas internacionales, el régimen cambiario y los objetivos de la administración de las reservas internacionales.

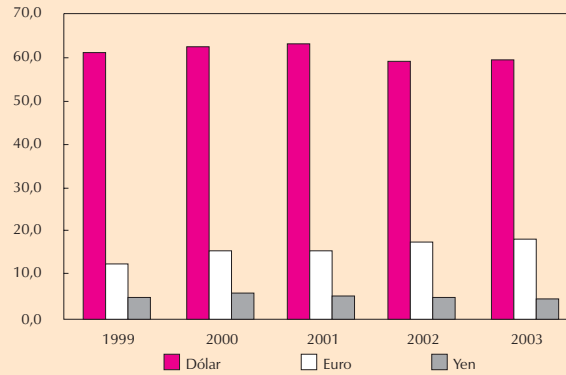
Los bancos centrales de los países para los que el nivel de las reservas internacionales es relativamente bajo, en comparación con su endeudamiento externo, prefieren que la distribución por monedas para sus reservas esté de acuerdo con la composición cambiaria de un flujo de egresos de capitales determinado. Por su parte, los países menos endeudados emplean las metodologías de la estructura de pasivos o de modelos financieros. Lo anterior sugiere que un país cuyas reservas internacionales tengan una capacidad de pago relativamente baja prefiere escoger la composición cambiaria de estas para cumplir con las obligaciones externas del país, o para protegerse contra las salidas de capitales. Por el contrario, cuando la capacidad de pago de las reservas internacionales de un país es alta, su administración puede tener fines diferentes a los mencionados, de manera que le permite al banco central emplear metodologías de mayor riesgo, en las que se da más importancia a la maximización de retornos de las inversiones realizadas con las reservas.

El régimen cambiario, aunque ya no es un factor tan importante dado el movimiento global hacia regímenes de tipo de cambio flotantes, sigue siendo un factor relevante para aquellos países con tipo de cambio fijo, como es el caso de Hong Kong (Cuadro R5. 1).

Por otro lado, a pesar de la especulación existente sobre la migración masiva de reservas internacionales a euros, la información disponible es contradictoria a la hora de validar esta hipótesis; y, a juzgar por el incremento en las tenencias de títulos del tesoro estadounidense por parte de entes oficiales (especialmente de bancos centrales), se podría concluir que el dólar americano sigue ganando importancia relativa frente a otras monedas como divisa de reserva.

Según lo muestran las estadísticas del FMI, la participación de dólar americano en las reservas internacionales globales apenas se contrajo de 61% a 59,4%, entre 1993 y 2003, mientras que la del euro pasó de 12,7% a 18,4% en el mismo período. Lo anterior se puede interpretar como un movimiento hacia euros proveniente de monedas diferentes al dólar americano o de fondos nuevos de inversión (Gráfico R5. 1).

**GRÁFICO R5.1**  
**COMPOSICIÓN CAMBIARIA DE LAS TENENCIAS OFICIALES DE MONEDA EXTRANJERA**  
**FIN DE AÑO (MILLONES DE DEG)**



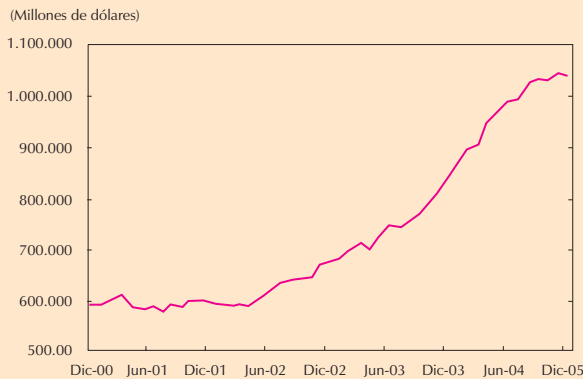
Fuente: IMF, Annual Report 2004, cálculos del Banco de la República.

Adicionalmente, las cifras que reporta la Reserva Federal de los Estados Unidos sobre títulos del Gobierno de los Estados Unidos en poder de entidades oficiales extranjeras (los cuales en su gran mayoría son bancos centrales), señalan que en los últimos cinco años, la demanda por estos instrumentos ha aumentado considerablemente, aunque su ritmo de crecimiento ha declinado durante los últimos meses (Gráfico R5. 2).

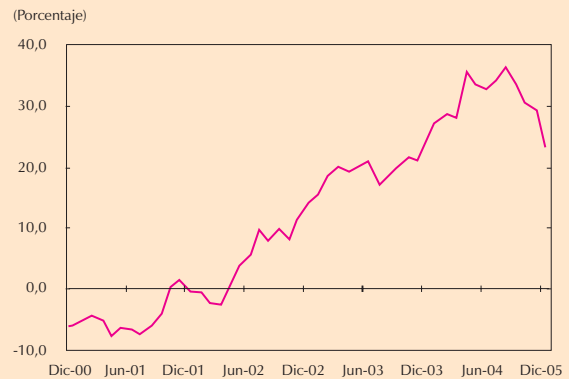
Muchos analistas argumentan que la reciente devaluación del dólar y los riesgos asociados a la sostenibilidad del déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos podrían incentivar a muchos bancos centrales a reducir la participación de esta moneda en sus reservas internacionales. Sin embargo, algunos estudios

**GRÁFICO R5.2**  
**TENENCIAS DE ACTIVOS EXTRANJEROS OFICIALES EN LOS BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL**

**TENENCIAS, 1994-2004**



**CRECIMIENTO ANUAL DE LAS TENENCIAS 2000-2004**



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

realizados por el Banco de Pagos Internacionales (Bank of International Settlements, BIS por su sigla en inglés) muestran que, en el largo plazo, la predominancia del dólar como moneda de reserva no se puede explicar solamente con patrones de comercio exterior o con los perfiles de riesgo y retorno de las monedas (Horii, 1986). La importancia del dólar como moneda de reserva también depende sustancialmente de su liquidez en el mercado cambiario y la profundidad del mercado de títulos subyacente a la divisa (BIS, 2004). Por estas propiedades, el dólar es la moneda preferida por muchos bancos centrales para realizar sus operaciones de intervención.

De acuerdo con los criterios señalados, la metodología actual del Banco de la República para determinar la composición por monedas de las reservas internacionales parece ser apropiada. Colombia es un país con un nivel de endeudamiento moderado y con una capacidad de pago de sus reservas internacionales también moderada. Por esta razón, la protección contra las salidas de los flujos de capital y el pago de la deuda externa determinan la manera en la que se define la composición cambiaria de las reservas. Estos objetivos se consideran en el proceso de escoger la composición por monedas de las reservas internacionales, ya que al replicar la distribución por monedas de la balanza de pagos, el banco central está realizando una provisión contra las salidas de capitales contingentes asociadas al comercio exterior, al servicio de la deuda externa y a la fuga de capitales.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Bank for International Settlements (BIS). Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004. Basel BIS Monetary and Exchange Department, 2004.
- Dooley, Michael Lizondo; J. Saul y Donald Matheison. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves. FMI Staff Paper, 1989, No. 36, pp. 385-434.
- Economist. You need us and we need you, The Economist Global Agenda, abril 6, 2005.
- Eichengreen, B. y D. Matheison. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect. Working Paper, 2000, No. 00/131, FMI.
- Horii, A. The Evolution of Reserve Currency Diversification. BIS Economic Papers, 1986, No. 18, diciembre.
- FMI. Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management: Accompanying Document, 2003.
- Pringle, R. y N. Carver. Trends in Reserve Management-Survey Results. RBS Reserve Management Trends 2005, 2005, pp 1-27 RBS.



## VII. LA SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

*La contabilidad del Banco de la República está regida por lo previsto en la Ley 31 de 1992, el decreto 2520 de 1993 (estatutos del Banco), las disposiciones emitidas por la Superintendencia Bancaria en esta materia y el decreto 2649 de 1993<sup>34</sup>.*

La estructura de los estados financieros del Banco de la República refleja los objetivos y funciones previstos en la Carta Política, en la Ley 31 de 1992 y en los estatutos de la Entidad. En esta sección se presentan: i) una descripción de las principales políticas y prácticas contables del Banco, tanto en el balance como en la determinación de los resultados anuales; ii) la estructura financiera del balance y del estado de resultados más relevantes; iii) la evolución de los estados financieros en lo corrido del presente año, y iv) la proyección de utilidades para 2005.

### A. MARCO LEGAL

La contabilidad del Banco de la República está regida por lo previsto en la Ley 31 de 1992, el decreto 2520 de 1993 (estatutos del Banco), las disposiciones emitidas por la Superintendencia Bancaria en esta materia y el decreto 2649 de 1993<sup>34</sup>.

#### 1. Principales características del marco contable

Las siguientes son las principales características del manejo contable del Banco de la República:

- a. Su período contable es de un año, y se utiliza el sistema de contabilidad de causación o por acumulación para reconocer los hechos económicos.
- b. El portafolio de las reservas internacionales se valora diariamente a precios de mercado.

---

<sup>34</sup> Principios o normas de contabilidad generalmente aceptados en Colombia.

*Los estatutos del Banco establecen la creación de la reserva para fluctuaciones de monedas, la cual se constituye con la parte de las utilidades de cada ejercicio que correspondan al mayor valor neto de los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco,...*

- c. Las inversiones en TES se valoran a precios de mercado, de acuerdo con las instrucciones emitidas por la Superintendencia Bancaria.
- d. No todos los activos y pasivos en moneda extranjera afectan las reservas internacionales. Para que un activo sea considerado reserva internacional requiere cumplir con las siguientes características: negociabilidad, disponibilidad, moneda de origen y residencia. Deben estar bajo el control de la autoridad monetaria y tener disponibilidad inmediata para financiar directamente los desequilibrios de la balanza de pagos y regularlos mediante la intervención en los mercados cambiarios.
- e. Hay reglas especiales en atención a la naturaleza propia de la institución como banco central, respecto al registro contable de: i) las fluctuaciones de otras monedas frente al dólar; ii) las variaciones en los precios de mercado de las inversiones en moneda extranjera; y iii) las variaciones del peso frente al dólar sobre los saldos de las reservas internacionales. En los dos primeros casos, las variaciones se reflejan en el estado de resultados, mientras que el último lo hacen en el superávit patrimonial.

Las fluctuaciones de las cotizaciones de las diferentes divisas frente al dólar de los Estados Unidos de América, que es la unidad de referencia contable, afectan los resultados operacionales del Banco. Así, la revaluación del euro y el yen frente al dólar genera utilidades para el Banco, mientras que la devaluación de dichas monedas frente al dólar genera pérdidas, como en efecto se ha observado en lo corrido del presente año.

Las variaciones en los precios de mercado de los diferentes títulos o del portafolio de las reservas internacionales originan valorizaciones o desvalorizaciones que afectan el estado de resultados. Como producto de un mayor valor del portafolio a precios de mercado, una disminución de las tasas de interés en los Estados Unidos y la Unión Europea genera utilidades para el Banco, tal como ha ocurrido en los últimos dos años. Si esta tendencia se revirtiera, el incremento de las tasas de interés internacionales causaría una desvalorización de los activos del Banco y pérdidas operacionales.

Finalmente, las variaciones del peso con respecto al dólar de los Estados Unidos de América se denominan ajuste de cambio en los estados financieros del Banco y se registran en el superávit patrimonial. El ajuste de cambio ocasionado por los activos y pasivos en moneda extranjera que no constituyen reservas internacionales se registra en los resultados del período.

*...originado en las variaciones cambiarias ocurridas entre el dólar y las demás monedas en que estén denominados, siempre que se hayan producido utilidades en el respectivo ejercicio.*

- f. Los estatutos del Banco establecen la creación de la reserva para fluctuaciones de monedas, la cual se constituye con la parte de las utilidades de cada ejercicio que correspondan al mayor valor neto de los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco, originado en las variaciones cambiarias ocurridas entre el dólar y las demás monedas en que estén denominados,

siempre que se hayan producido utilidades en el respectivo ejercicio. Cuando las fluctuaciones de las monedas generen, al final del ejercicio, un resultado neto negativo, éste podrá enjugarse contra esta reserva.

- g. El remanente de las utilidades anuales, una vez apropiadas las reservas, es de la Nación. En caso de que llegaren a presentarse pérdidas en el resultado del ejercicio anual, ellas deberían cubrirse, en primer lugar, con cargo a la reserva de estabilización monetaria y cambiaria, creada para este propósito específico. En caso de ser insuficientes, el faltante lo debe cubrir el presupuesto general de la Nación.
- h. Anualmente se proyecta el resultado neto de la operación del Banco, estimación que se utiliza para preparar la ley anual del presupuesto. Para este efecto, las utilidades o pérdidas se incorporan al presupuesto de rentas o gastos, según corresponda.
- i. El pago o cobro a la Nación de las utilidades o de las pérdidas, según corresponda, se realiza en efectivo dentro del primer trimestre de cada año, de conformidad con lo previsto en la Ley 31 de 1992.

## **B. ESTRUCTURA FINANCIERA DEL BALANCE GENERAL Y DEL ESTADO DE RESULTADOS**

### **1. Activo**

#### *a. Reservas internacionales brutas*

Se constituye en el principal activo del Banco, con una participación del 69,7% del total, y es su principal fuente de ingresos. El tramo de inversión<sup>35</sup>, que a junio 30 de 2005 constituye el 92% de las reservas internacionales brutas, está constituido por papeles, depósitos en custodia y demás activos financieros que el Banco tiene invertidos en el exterior. A esta misma fecha, el 86,4% de estas inversiones se encuentran denominadas en dólares, el 10,6% en euros, el 2,6% en yenes y el 0,4% en otras monedas. El Banco administra directamente cerca de la mitad del tramo, 44% a junio 30 de 2005, y delega el restante 56% a las firmas especializadas: Barclays Global Investors, J. P. Morgan Investment Management Inc., Goldman Sachs Asset Management y Morgan Stanley Investments L. P.

#### *b. Inversiones*

Corresponde básicamente al portafolio de títulos, con participación del 8,7% del total de activos. Sus rendimientos constituyen uno de los principales ingresos

*El pago o cobro a la Nación de las utilidades o de las pérdidas, según corresponda, se realiza en efectivo dentro del primer trimestre de cada año, de conformidad con lo previsto en la Ley 31 de 1992.*

<sup>35</sup> Incluye los portafolios bajo administración y el capital de trabajo.

*Se constituye en el principal activo del Banco, con una participación del 69,7% del total, y es su principal fuente de ingresos. El tramo de inversión, que a junio 30 de 2005 constituye el 92% de las reservas internacionales brutas*

operativos de la entidad. Estas inversiones las realiza el Banco en cumplimiento del manejo de la liquidez a través de la compra o venta definitiva de títulos de deuda pública (TES) en el mercado secundario.

*c. Aportes a organismos internacionales*

Están conformados por participaciones del Banco en entidades multilaterales de crédito que no constituyen activos de reserva, realizadas con anterioridad a la vigencia de la Ley 31 de 1992, principalmente con el FMI<sup>36</sup>, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), y Comisión Andina de Fomento (CAF). Su participación del 6,2% del total de activos tiene su contrapartida en los pasivos por un monto similar, de tal forma que, en términos netos, solo representan el 1,2% de los activos totales del Banco.

*d. Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez*

Corresponde a las operaciones Repo otorgadas por el Banco, que consisten en la compra temporal de títulos de deuda pública con el propósito de dar liquidez transitoria a los intermediarios financieros. A la fecha tiene una participación del 8,8% del total de activos. La tasa cobrada se constituye en ingresos operativos del Banco. En lo corrido del año no se han dado apoyos de liquidez a los establecimientos de crédito.

*e. Otros activos netos*

Están conformados principalmente por los derechos fiduciarios sobre los recursos del pasivo pensional entregado a entidades especializadas para su administración, por las propiedades y equipo, y por los bienes de arte y cultura representados, especialmente, en el material bibliográfico en las diferentes bibliotecas del país y en las colecciones de orfebrería y artes plásticas. Además, se encuentra la valoración contable de los inmuebles y bienes de arte y cultura, cuya contrapartida se refleja en el superávit patrimonial. La participación de este rubro es del 6,6% del total de activos.

## **2. Pasivo**

*a. Base monetaria*

Está conformada por los billetes y monedas en circulación y las cuentas corrientes de los intermediarios financieros. Constituye el principal pasivo del Banco,

---

<sup>36</sup> Corresponden a los aportes del FMI constituidos en moneda legal.

con una participación del 39,1% del total de pasivo y patrimonio. Los costos generados por estos pasivos, como son los costos de emisión y remuneración al encaje, se reflejan en los egresos de la entidad.

*b. Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional*

Corresponde a los depósitos del Gobierno nacional constituidos a través de la Dirección del Tesoro Nacional, que participan con el 16,7% del total de pasivo y patrimonio. Estos depósitos tienen remuneración por plazos y se reflejan en los egresos operacionales del Banco.

*c. Obligaciones con los organismos internacionales*

Corresponde a los aportes constituidos en moneda nacional y moneda extranjera que se encuentran a disposición de los organismos internacionales.

*d. Otros pasivos*

Se encuentran conformados, principalmente, por la provisión registrada por concepto de pensiones de jubilación y las obligaciones laborales. Participan con el 2,2% del total de pasivo y patrimonio.

### **3. Patrimonio**

El patrimonio está conformado por: el capital inicial, las reservas estatutarias, el superávit patrimonial, las valorizaciones de los bienes de arte y cultura e inmuebles, y los resultados del ejercicio.

El concepto más importante del patrimonio lo constituye el superávit patrimonial, el cual participa con el 30,1% del pasivo total y patrimonio. En este rubro se registran los diferenciales cambiarios provenientes de la devaluación acumulada del peso frente al dólar, que resulta de reexpresar en pesos los activos de reserva. De otra parte, las reservas estatutarias representan el 4,1% del pasivo total y patrimonio, y están distribuidas de la siguiente forma: reserva para fluctuaciones de monedas: \$1.768,1 mm; reserva para protección de activos: \$93,0 mm; y reserva de resultados cambiarios: \$6,6 mm.

### **4. Estado de resultados**

El estado de resultados del Banco de la República, para efectos administrativos y presupuestales, se presenta clasificado en monetario, corporativo y gastos de pensionados.

*El patrimonio está conformado por: el capital inicial, las reservas estatutarias, el superávit patrimonial, las valorizaciones de los bienes de arte y cultura e inmuebles, y los resultados del ejercicio.*

*Históricamente, los ingresos monetarios del Banco han representado más del 90% del total de los ingresos. Estos ingresos no son fácilmente estimables en la medida en que dependen de variables tales como: las tasas de interés, las fluctuaciones externas e internas de los precios de mercado de los portafolios de inversión y el precio de las monedas de reserva frente al peso colombiano.*

*Asimismo, estos ingresos dependen de las medidas monetarias y cambiarias que adopte la JDBR.*

El presupuesto monetario agrupa los resultados de las funciones constitucionales del Banco como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, banco de emisión, administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito, y agente fiscal del Gobierno.

El presupuesto corporativo agrupa los resultados propios de la gestión administrativa del Banco como agente fiduciario, ingresos por comisiones de servicios bancarios, por compra y venta de metales preciosos, gastos de personal y pensionados, gastos de funcionamiento y gastos culturales.

*a. Ingresos y gastos de origen monetario*

Históricamente, los ingresos monetarios del Banco han representado más del 90% del total de los ingresos. Estos ingresos no son fácilmente estimables en la medida en que dependen de variables tales como: las tasas de interés, las fluctuaciones externas e internas de los precios de mercado de los portafolios de inversión y el precio de las monedas de reserva frente al peso colombiano. Asimismo, estos ingresos dependen de las medidas monetarias y cambiarias que adopte la JDBR.

Constituyen ingresos monetarios del Banco:

- Los rendimientos obtenidos del portafolio de las reservas internacionales;
- La valoración del portafolio de inversiones en títulos de deuda pública, que se utiliza para las operaciones de liquidez permanente;
- Los intereses recibidos por las operaciones de liquidez transitoria (Repo);
- Las diferencias en cambio favorables generadas, sobre los activos y pasivos en moneda extranjera (diferentes a las reservas internacionales), ocasionadas por la variación del peso frente al dólar;
- Los ingresos generados por la puesta en circulación de las monedas que son iguales a su valor facial. Así mismo, cuando se destruye moneda, el metal recuperado produce un ingreso adicional;
- Los dividendos recibidos por los aportes que tiene el Banco en la Corporación Andina de Fomento;
- Otros ingresos menores.

Constituyen egresos monetarios del Banco:

- Los intereses que se pagan a los establecimientos de crédito por la remuneración al encaje sobre las cuentas de ahorro y CDT;

- Los intereses pagados a la Dirección del Tesoro Nacional sobre los fondos depositados en el Banco, de acuerdo con la Ley 31 de 1992;
- Las comisiones y gastos pagados por la administración, custodia de títulos y asesoría legal para el manejo de las reservas internacionales en el exterior;
- Las diferencias en cambios desfavorables, generadas sobre los activos y pasivos (diferentes a las reservas internacionales) en moneda extranjera, ocasionadas por la variación del peso frente al dólar;
- El costo de la impresión, importación de materia prima, acuñación, destrucción y distribución nacional de las especies monetarias, el cual se registra en el egreso en el momento de poner en circulación los billetes y monedas;
- Otros egresos menores, donde se destacan las comisiones pagadas por la administración delegada del portafolio del Fondo de Estabilización Petrolera (FAEP) y los gastos por el uso del sistema *Swift*.

*b. Ingresos y egresos corporativos*

Los ingresos considerados corporativos representan usualmente el 10% de los ingresos totales, y su comportamiento se explica por:

- Las comisiones que percibe el Banco por ser agente del Gobierno en la edición, colocación y administración en el mercado de los títulos de deuda pública y la administración del portafolio del FAEP;
- Las comisiones recibidas de los intermediarios financieros por la prestación de servicios bancarios como: la provisión de efectivo, la compensación de cheques, la custodia y operación de títulos en el Depósito Central de Valores (DCV), la transferencia interbancaria de fondos, el servicio electrónico de negociación (SEN) que le permite a las entidades afiliadas la compraventa secundaria de títulos valores emitidos y administrados por el Banco, así como la realización de operaciones de tesorería y operaciones Repo.

Por su parte, los egresos corporativos representan, aproximadamente, entre el 30% y el 35% de los egresos totales, y su comportamiento se explica por:

- Los gastos de personal, dentro de los cuales se destacan los salarios, prestaciones sociales, aportes parafiscales y servicio médico. Los gastos de personal incluyen los del área cultural, que representan alrededor del 14% de los egresos en los que se incurre por este concepto.
- Los gastos de funcionamiento, que incluyen, en orden de importancia, los impuestos, seguros y contribuciones, y los gastos generales. Entre estos

*Las provisiones del pasivo pensional se encuentran realmente constituidas, y se actualizan de acuerdo con las estimaciones del cálculo actuarial, para formar un esquema de financiamiento autosuficiente.*

últimos sobresalen los servicios públicos, servicios de aseo y vigilancia, mantenimiento y reparaciones, y otros servicios contratados con terceros. Los gastos generales incluyen los gastos de este tipo en los que se incurre por la actividad cultural, que representan alrededor del 32%.

- Los gastos culturales propios de la actividad<sup>37</sup> son aquellos en los que se incurre en el desarrollo del plan de actividades de las áreas de biblioteca, artes plásticas, música, numismática, Museo del Oro y en sucursales. Estos representan alrededor del 2% del total de los gastos corporativos.

#### *c. Gastos de pensionados*

Las provisiones del pasivo pensional se encuentran realmente constituidas, y se actualizan de acuerdo con las estimaciones del cálculo actuarial, para formar un esquema de financiamiento autosuficiente. Los recursos del pasivo pensional son administrados por varias entidades especializadas en fiducia, mediante un patrimonio autónomo; y sus rendimientos sufragan parte de los gastos relacionados con pensiones.

Por lo anterior, los gastos de pensionados se presentan separados de los egresos corporativos; registran el resultado neto de los ingresos obtenidos como producto de los rendimientos del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional e intereses de los préstamos de vivienda otorgados a los empleados del Banco y los gastos de pensionados correspondientes a las mesadas, la provisión del cálculo actuarial y otros gastos.

### **C. RESULTADOS A JUNIO DE 2005**

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio a junio 30 de 2005 frente a diciembre 31 de 2004 (Cuadro 25).

#### **1. Activo**

Los activos del Banco de la República totalizaron \$45.799,5 mm, con un aumento durante el semestre de \$3.953,5 mm, 9,4%. Se destacan las siguientes variaciones:

- Las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, registran un saldo de \$31.913,4 mm equivalentes a US\$13.730,8 m. Durante el

*Los recursos del pasivo pensional son administrados por varias entidades especializadas en fiducia, mediante un patrimonio autónomo; y sus rendimientos sufragan parte de los gastos relacionados con pensiones.*

<sup>37</sup> Generados, en su mayoría por los honorarios pagados a los diferentes artistas, por costos del montaje de las diferentes actividades realizadas en el año, transporte de obras, de artistas y de instrumentos musicales, empaste y encuadernación de libros, y transporte de correspondencia.



semestre se presentó una disminución de las reservas, reexpresadas en pesos, de \$443,5 mm, mientras que en dólares se presentó un incremento de US\$190,9 m, tal como se observa en el Cuadro 26.

La variación en pesos se explica por el efecto combinado entre: i) la disminución de las reservas reexpresadas en pesos que se origina en el ajuste de cambio, producto de la revaluación del peso frente al dólar, cuyo resultado reflejó menos equivalencia en pesos en el acervo de las reservas por valor de \$874,2 mm; y ii) la acumulación de divisas por US\$190,9 m, cuya equivalencia en pesos es de \$430,7 mm (Cuadro 27).

#### CUADRO 25

#### ESTRUCTURA Y VARIACIÓN DEL BALANCE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, DICIEMBRE 2004 A JUNIO 2005 (MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Diciembre 2004		Junio 2005		Variación	
	Saldos	Porcentaje	Saldos	Porcentaje	Absoluta	Porcentual
<b>Activos</b>	<b>41.846</b>	<b>100,0</b>	<b>45.799</b>	<b>100,0</b>	<b>3.953</b>	<b>9,4</b>
Reservas internacionales brutas	32.357	77,3	31.913	69,7	(444)	(1,4)
Aportes en organismos internacionales	3.007	7,2	2.853	6,2	(154)	(5,1)
Inversiones	984	2,4	3.996	8,7	3.012	306,1
Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez	2.512	6,0	4.016	8,8	1.504	59,9
Otros activos netos	2.986	7,1	3.021	6,6	35	1,2
<b>Pasivo y patrimonio</b>	<b>41.846</b>	<b>100,0</b>	<b>45.799</b>	<b>100,0</b>	<b>3.953</b>	<b>9,4</b>
<b>Pasivo</b>	<b>23.824</b>	<b>56,9</b>	<b>29.096</b>	<b>63,5</b>	<b>5.272</b>	<b>22,1</b>
Base monetaria	19.262	46,0	17.914	39,1	(1.348)	(7,0)
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional	1.062	2,5	7.643	16,7	6.581	619,7
Obligaciones organismos internacionales	2.483	5,9	2.290	5,0	(193)	(7,8)
Otros pasivos	1.018	2,4	1.249	2,7	231	22,7
<b>Patrimonio total</b>	<b>18.022</b>	<b>43,1</b>	<b>16.704</b>	<b>36,5</b>	<b>(1.319)</b>	<b>(7,3)</b>
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas estatutarias	1.524	3,6	1.868	4,1	344	22,5
Superávit patrimonial	14.624	34,9	13.780	30,1	(844)	(5,8)
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	1.034	2,5	1.034	2,3	0	0,0
Resultados	828	2,0	10	0,0	(818)	(98,8)

Fuente: Banco de la República.

#### CUADRO 26

#### VARIACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DICIEMBRE 31 DE 2004 A JUNIO 30 DE 2005

Saldos en millones de dólares			Saldos en miles de millones de pesos		
Dic. 31/2004	Jun. 30/2005	Variación	Dic. 31/2004	Jun.30/2005	Variación
13.539,9	13.730,8	190,9	32.356,9	31.913,4	(443,5)

Fuente: Banco de la República.

**BALANCE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, RESULTADOS DE DICIEMBRE 2004 A JUNIO 2005**  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Diciembre 2004		Junio 2005		Variación	
	Saldo	Participación porcentual	Saldo	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
<b>Activos</b>	<b>41.846,0</b>	<b>100,0</b>	<b>45.799,5</b>	<b>100,0</b>	<b>3.953,5</b>	<b>9,4</b>
Reservas internacionales brutas	32.356,9	77,3	31.913,4	69,7	(443,5)	(1,4)
Aportes en organismos internacionales	3.007,1	7,2	2.853,2	6,2	(153,9)	(5,1)
Inversiones	984,0	2,4	3.996,3	8,7	3.012,3	306,1
Sector público deuda consolidada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sector público regulación monetaria	928,0	2,2	3.942,1	8,6	3.014,1	324,8
Bonos capitalización banca pública y otros	56,1	0,1	54,2	0,1	(1,9)	(3,3)
Cartera de créditos	4,1	0,0	3,3	0,0	(0,8)	(19,5)
Sector público Gobierno nacional	2,4	0,0	2,3	0,0	(0,1)	(6,0)
Bancos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corporaciones financieras	2,8	0,0	2,1	0,0	(0,7)	(24,9)
Resto del sistema financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros créditos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisión	(1,1)	(0,0)	(1,1)	(0,0)	0,0	(1,4)
Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez	2.511,8	6,0	4.015,6	8,8	1.503,8	59,9
Cuentas por cobrar	47,5	0,1	39,5	0,1	(8,0)	(16,9)
Otros activos netos	2.934,6	7,0	2.978,2	6,5	43,6	1,6
<b>Pasivo y patrimonio</b>	<b>41.846,0</b>	<b>100,0</b>	<b>45.799,5</b>	<b>100,0</b>	<b>3.953,5</b>	<b>9,4</b>
<b>Pasivo</b>	<b>23.823,7</b>	<b>56,9</b>	<b>29.095,8</b>	<b>63,5</b>	<b>5.272,1</b>	<b>22,1</b>
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	9,8	0,0	13,2	0,0	3,4	34,5
Base monetaria	19.261,6	46,0	17.913,9	39,1	(1.347,7)	(7,0)
Billetes en circulación	16.278,6	38,9	15.298,6	33,4	(980,0)	(6,0)
Moneda de tesorería	409,5	1,0	418,6	0,9	9,1	2,2
Depósitos para encaje bancos	2.379,7	5,7	2.213,6	4,8	(166,1)	(7,0)
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	193,8	0,5	-16,9	0,0	(210,7)	(108,7)
Otros depósitos	49,0	0,1	121,3	0,3	72,3	147,6
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional	1.062,0	2,5	7.643,1	16,7	6.581,1	619,7
Obligaciones organismos internacionales	2.482,6	5,9	2.289,9	5,0	(192,7)	(7,8)
Pasivos por líneas externas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Repos de contracción	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tít. en div. por Financiaciones y Dep. Res. 5/97 JD	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	8,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cuentas por pagar	48,6	0,1	103,3	0,2	54,7	112,4
Otros pasivos	909,8	2,2	1.010,8	2,2	100,9	11,1
<b>Patrimonio total</b>	<b>18.022,3</b>	<b>43,1</b>	<b>16.703,7</b>	<b>36,5</b>	<b>(1.318,6)</b>	<b>(7,3)</b>
Capital	12,7	0,0	12,7	0,0	0,0	0,0
Reservas	1.524,1	3,6	1.867,7	4,1	343,6	22,5
Superávit patrimonial	14.623,9	34,9	13.779,9	30,1	(844,0)	(5,8)
Liquidación CEC	453,5	1,1	453,5	1,0	0,0	0,0
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	14.111,8	33,7	13.237,6	28,9	(874,2)	(6,2)
Otros	58,7	0,1	88,8	0,2	30,1	51,4
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	1.033,8	2,5	1.033,8	2,3	0,0	0,0
Resultados	827,8	2,0	9,6	0,0	(818,2)	(98,8)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	827,8	2,0	9,6	0,0	(818,2)	(98,8)

Fuente: Banco de la República.

La acumulación de divisas se explica por: i) los rendimientos netos efectivamente recibidos: US\$209,4 m; ii) las compras de divisas producto de la intervención cambiaria: US\$1.615,2 m; y iii) el mayor valor de los depósitos en divisas del Gobierno nacional: US\$64,5 m. Este comportamiento se compensa con: i) la entrega de las utilidades del año 2004 en divisas al Gobierno nacional: US\$195,9 m; ii) la operación realizada con el Gobierno nacional para facilitar el prepago del crédito con el BID por US\$1.250,0 m; y iii) la disminución en el valor de los ajustes por valoración, US\$235,7 m. En el Capítulo VI se presentan más detalles sobre el rendimiento de las reservas a junio.

*Los pasivos alcanzaron \$29.095,8 mm, monto superior en \$5.272,1 mm (22,1%) al registrado al término de 2004.*

- El portafolio de inversiones en moneda nacional, valorados a precios de mercado, registran un saldo de \$3.996,3 mm, superior en \$3.012,3 mm al del final del año, como consecuencia de la compra definitiva de títulos TES durante los seis primeros meses del año.
- Las operaciones Repo, utilizadas para otorgar liquidez transitoria, presentan un saldo de \$4.015,6 mm, superior en \$1.503,8 mm al registrado a 31 de diciembre de 2004, originado en el aumento de las operaciones Repo otorgadas a los intermediarios financieros.

## **2. Pasivo**

Los pasivos alcanzaron \$29.095,8 mm, monto superior en \$5.272,1 mm (22,1%) al registrado al término de 2004. Esta variación se explica por el comportamiento neto de los principales rubros, así:

- Los depósitos del Gobierno nacional constituidos a través de la Dirección del Tesoro Nacional ascendieron a \$7.643,1 mm, con un crecimiento observado en lo corrido del año de \$6.581,1 mm. Lo anterior como consecuencia del nuevo esquema de liquidez que indica que el Banco maneje la totalidad de los recursos del Tesoro Nacional los cuales se remuneran a tasas de mercado (Recuadro 1).
- La base monetaria registró un saldo de \$17.913,9 mm, monto inferior en \$1.347,7 mm (7,0%) al observado al término de 2004, producto de la contracción de efectivo que se registra usualmente en el primer semestre.

## **3. Patrimonio**

El patrimonio ascendió a \$16.703,7 mm, y presentó una disminución de \$1.318,6 mm (7,3%) originada en: i) la reducción del superávit por ajuste cambiario por \$874,2 mm, como consecuencia de la revaluación del peso, que implicó una disminución en moneda nacional de las reservas internacionales, y ii) la transferencia al Gobierno nacional de las utilidades del año 2004 en cuantía de \$454,1

*El estado de resultados del Banco de la República a junio de 2005 presentó utilidades por \$9,6 mm,*

mm. Este comportamiento se compensa con el resultado superavitario de los seis primeros meses del año: \$9,6 mm.

#### 4. Estado de resultados

El estado de resultados del Banco de la República a junio de 2005 presentó utilidades por \$9,6 mm, (Cuadro 28), producto de ingresos por \$448,2 mm y egresos de \$438,6 mm. Este resultado es consecuencia de un incremento en los ingresos por \$88,6 mm e incremento en los egresos por \$75,4 mm con respecto al mismo período del año anterior. Los incrementos son de origen monetario, principalmente.

- Los ingresos monetarios se originaron fundamentalmente, en la valoración del portafolio de TES (\$304,5 mm), producto de una mayor inversión en estos títulos y de los altos precios alcanzados en el período. Mientras que el rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales fue inferior al de junio de 2004 como se explica en el siguiente aparte (Cuadro 29).
- Los principales ingresos corporativos se obtuvieron a través de operaciones como agente fiduciario (\$31,4 mm), y se mantuvieron constantes. En este rubro los servicios bancarios crecieron 43,1%, equivalentes a \$7,7 mm.
- Por su parte, los egresos de la actividad monetaria (\$281,4 mm) registraron un crecimiento del 56,8%, originados en gran parte, por un incremento en la remuneración a los depósitos de la Dirección del Tesoro Nacional por \$100,1 mm, frente a igual período del año anterior.
- Los egresos corporativos por \$130,7 mm presentaron un bajo crecimiento de 1,9%, lo cual muestra que la política de control de gasto continúa arrojando

CUADRO 28

#### RESULTADOS A JUNIO DE 2005 (MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Ejecución a		Variaciones anuales	
	Junio 2004 A	Junio 2005 B	Porcentual B / A	Absoluta B - A
<b>Ingresos</b>	<b>359,6</b>	<b>448,2</b>	<b>24,6</b>	<b>88,6</b>
Monetarios	286,7	384,8	34,2	98,1
Corporativos	72,9	63,4	(13,0)	(9,5)
<b>Egresos</b>	<b>363,2</b>	<b>438,6</b>	<b>20,8</b>	<b>75,4</b>
Monetarios	179,5	281,4	56,8	101,9
Corporativos	128,8	130,7	1,5	1,9
Pensionados	54,9	26,5	(51,7)	(28,4)
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>(3,6)</b>	<b>9,6</b>	<b>366,7</b>	<b>13,2</b>

Fuente: Banco de la República.

PERDIDAS Y GANANCIAS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, DICIEMBRE 2004 A JUNIO 2005  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Ejecución a			Variaciones anuales C/B	
	Dic-04	Jun-04	Jun-05	Porcentual	Absoluta
	A	B	C		
<b>I. Presupuesto de operación (P y G)</b>					
1. Ingresos del P y G	1.569,0	359,6	448,2	24,6	88,6
1.1. Ingresos monetarios	1.412,7	286,7	384,7	34,2	98,0
1.1.1. Intereses y rendimientos	1.296,9	232,1	332,2	43,1	100,1
Reservas internacionales	828,6	(4,6)	(24,7)	(439,9)	(20,1)
Cartera de crédito y otros	6,1	0,2	1,4	474,0	1,2
Operaciones de liquidez-Repos y apoyos transitorios	131,3	62,2	49,8	(19,9)	(12,4)
Valoración de TES	328,9	173,0	304,5	76,0	131,4
Valoración otros títulos	2,0	1,2	1,1	(5,7)	(0,1)
1.1.2. Redención anticipada depósitos resolución externa 5/97 JD	0,0	0,0	0,0	n.a.	0,0
1.1.3. Diferencias en cambio	55,6	23,2	17,7	(23,8)	(5,5)
1.1.4. Moneda metálica	38,1	11,8	15,5	31,5	3,7
1.1.5. Otros	22,1	19,6	19,3	(1,3)	(0,3)
1.2. Ingresos corporativos	156,4	72,9	63,4	(13,0)	(9,4)
1.2.1. Comisiones	135,8	66,3	57,0	(14,1)	(9,4)
Servicios bancarios	43,0	17,9	25,5	43,1	7,7
Negocios fiduciarios	58,9	30,2	31,4	3,9	1,2
Manejo de divisas	33,9	18,3	0,0	(99,8)	(18,2)
1.2.2. Otros	20,5	6,5	6,4	(1,3)	(0,1)
2. Egresos del P y G	741,2	363,2	438,6	20,8	75,4
2.1. Egresos monetarios	496,7	179,5	281,4	56,8	101,9
2.1.1. Intereses y rendimientos	225,4	95,4	188,9	98,1	93,5
Encaje en cuentas de depósito	98,7	46,3	52,5	13,5	6,3
Cuentas de depósito dirección del Tesoro Nacional	85,8	23,2	123,3	431,3	100,1
Líneas de crédito externo	5,4	4,1	0,0	(100,0)	(4,1)
Operaciones Repo de contracción monetaria	9,3	7,5	0,0	(100,0)	(7,5)
Gastos en administración de reservas internacionales	26,2	14,3	13,1	(8,5)	(1,2)
2.1.2. Diferencias en cambio	193,2	50,2	36,7	(26,9)	(13,5)
2.1.3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	71,2	31,1	53,3	71,6	22,3
2.1.4. Otros	6,9	2,9	2,5	(13,7)	(0,4)
2.2. Egresos corporativos	267,2	128,8	130,7	1,4	1,9
2.2.1. Gastos de personal	165,7	82,0	87,8	7,0	5,7
2.2.2. Gastos generales	43,6	19,0	17,8	(6,4)	(1,2)
2.2.3. Impuestos	6,1	2,9	3,2	8,5	0,2
2.2.4. Seguros	9,2	5,5	3,8	(31,1)	(1,7)
2.2.5. Contribuciones y afiliaciones	4,2	1,8	1,6	(7,7)	(0,1)
2.2.6. Gastos culturales	6,6	2,6	2,5	(1,5)	0,0
2.2.7. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del <i>software</i> )	31,7	15,0	14,0	(6,8)	(1,0)
2.3. Gastos de pensionados	(22,6)	54,9	26,5	(51,7)	(28,4)
3. Resultado operacional (1-2)	827,8	(3,6)	9,6	(365,2)	13,2

n.a. No es aplicable.  
Fuente: Banco de la República.

resultados satisfactorios. Se destaca que los gastos de personal crecieron el 7,0%, debido, principalmente, al aumento salarial del 7% establecido por la convención colectiva de los empleados del Banco para 2005. Entre los dos períodos en análisis, la nómina se redujo en 72 empleados.

- Así mismo, los gastos generales observaron una caída de 6,4% frente a 2004, donde se destaca el comportamiento de: i) Los servicios públicos, que presentaron un decrecimiento del 0,2%, como resultado de las gestiones administrativas al lograr mejores tarifas como usuario no regulado y por la reducción del consumo; y ii) el gasto por mantenimiento y reparaciones, que disminuyó en un 20,7%, como resultado de cambios estructurales y gestión administrativa.
- En cuanto a los gastos de pensionados, a junio de 2005 el gasto neto ascendió a \$26,5 mm, inferior en 51,7% con respecto a igual período de 2004, como producto de aumento en los rendimientos del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional por \$33,7 mm y gastos de pensionados por \$5,3 mm, con un crecimiento del 4,5%.

#### D. PROYECCIÓN DE UTILIDADES PARA 2005

Las utilidades del Banco de la República proyectadas para 2005 (\$185,4 mm) son inferiores en \$642,3 mm a las registradas el año anterior. Esta reducción es consecuencia de una caída en los ingresos de \$325,3 mm y un aumento en los egresos de \$317,0 mm (Cuadro 30).

La caída en los ingresos se explica por: i) disminución en los rendimientos de las reservas internacionales (\$358,3 mm); ii) reducción en los intereses recibidos por las operaciones de expansión monetaria a través de Repo (\$50,5 mm); iii) reducción de ingresos por diferencias en cambio peso/dólar (\$47,1 mm); y iv) disminución de los ingresos por comisiones (\$41,2 mm). El descenso en los ingresos ha sido atenuado en parte, con un mayor rendimiento de los títulos TES (\$171,6 mm).

Por su parte, el aumento de los egresos se explica por los incrementos en: i) la remuneración de las cuentas de depósito (\$173,7 mm); ii) el costo de la emisión de especies monetarias (\$109,1 mm); y iii) el rubro pensiones de jubilación (\$160,9 mm). El incremento en estos gastos se compensa, parcialmente, por la reducción en los egresos del rubro diferencias en cambio peso/dólar: \$173,7 mm.

La disminución en los ingresos por inversión de las reservas internacionales con respecto al año inmediatamente anterior se explica por la revaluación del dólar frente al euro y el yen. Este factor hace que los ingresos por diferencial cambiario se reduzcan en US\$341 m. y que la utilidad neta de las reservas proyectada sea inferior en US\$133,0 m. (Cuadro 31).

*Los gastos de personal crecieron el 7,0%, debido, principalmente, al aumento salarial del 7% establecido por la convención colectiva de los empleados del Banco para 2005. Entre los dos períodos en análisis, la nómina se redujo en 72 empleados.*

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, 2004 - 2005  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Diciembre 2004 (A)	Proyectado 2005 (C)	Diferencia (A-C)
<b>I. Ingresos totales</b>	1.569,0	1.243,7	(325,3)
<b>1. Ingresos operacionales</b>	1.551,7	1.238,2	(313,5)
Intereses y rendimientos	1.303,2	1.060,4	(242,8)
Reservas internacionales	834,9	476,6	(358,3)
Val. de TES por oper. de expan. monetaria	322,0	493,6	171,6
Compra transitoria de títulos y cupos	131,3	80,8	(50,5)
Otros 1/	15,1	9,5	(5,6)
Comisiones	135,8	94,6	(41,2)
Diferencias en cambio	49,3	2,2	(47,1)
Otros 2/	63,4	80,9	17,5
<b>2. Ingresos no operacionales 3/</b>	17,3	5,6	(11,8)
<b>II. Egresos totales</b>	741,3	1.058,3	317,0
<b>Intereses y rendimientos</b>	225,4	412,3	186,9
Reservas internacionales			
Cuentas de depósito	184,5	383,7	199,3
Venta transitoria de títulos	9,3		(9,3)
Otros 4/	31,6	28,6	(3,0)
Diferencias en cambio	193,2	19,5	(173,7)
Costo de emisión especies monetarias	70,8	179,9	109,1
Gastos de personal	165,7	179,7	14,0
Pensiones de jubilación	(23,3)	137,6	160,9
Gastos generales	43,6	46,6	3,0
Otros 5/	65,9	82,7	16,8
<b>III. Utilidades o pérdidas del ejercicio</b>	827,8	185,4	(642,3)

1/ Incluye valoración de bonos capitalización banca pública y TES Ley 546 y otros.

2/ Incluye moneda emitida y metales preciosos y otros.

3/ Incluye ingresos extraordinarios por utilidad en venta de activos y reversión de egresos de periodos anteriores (por reintegro de propiedades y multas aplicadas por incumplimiento de operaciones).

4/ Incluye líneas externas, títulos canjeables, gastos de administración reservas internacionales, moneda emitida, metales preciosos y otros.

5/ Incluye impuestos, seguros, contribuciones, gastos culturales, provisiones, depreciaciones, amortizaciones, y otros egresos operacionales y no operacionales.

Fuente: Banco de la República.

UTILIDADES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES  
(MILLONES DE DÓLARES)

Concepto	Año 2004	Año 2005 1/	Diferencia
1. Rendimiento por tasa de interés 2/	185,2	393,2	208,0
2. Diferencial cambiario	139,3	(201,7)	(341,0)
3. Utilidad neta (1 + 2)	324,5	191,5	(133,0)

1/ Año 2005 con observado a junio 2005.

2/ Incluye causación de intereses y valorización o desvalorización por movimiento de tasas externas de interés

Fuente: Banco de la República.

## COTIZACIONES INTERNACIONALES

	Dic. 31/03	Dic. 31/04	Jun. 30/05
<b>Euro/dólar</b>	1,2595	1,3558	1,21
<b>Dólar/Yen</b>	107,22	102,45	110,8
<b>Oro (onza)</b>	415,5	438,1	435

Fuente: Bloomberg.

A continuación se explican estos efectos:

**Diferencial cambiario**

En lo que va corrido del año, el euro y el yen se han devaluado frente al dólar. El euro pasó de 1,36 dólares/euro, en diciembre de 2004, a 1,21 en junio de 2005, y el yen de 102,4 yenes/dólar a 110,8. Por su parte, el precio del oro cayó de US\$438,1 la onza *troy* a US\$435,0 en igual período (Cuadro 32). Estos facto-

res llevaron a que durante los primeros seis meses de este año el Banco de la República registrara pérdidas por diferencial cambiario de US\$201,7 m. El año anterior ocurrió el fenómeno contrario, es decir, el euro y el yen se fortalecieron frente al dólar, y el precio del oro aumentó, lo que representó un mayor rendimiento de reservas para el Banco. Si durante lo que resta del año estas monedas y el precio del oro se mantienen en los niveles observados en junio de 2005, los ingresos por diferencial cambiario serían entonces inferiores en US\$341 m a los obtenidos en 2004. Por lo tanto, las utilidades de las reservas, en lo que resta del año, dependerán del comportamiento futuro de estas variables.

**Rendimientos por tasas de interés<sup>38</sup>**

El rendimiento por tasas de interés del portafolio de reservas internacionales, proyectado para 2005, es superior al observado en 2004 en US\$191,6 m (3,14% vs. 1,58%), pero inferior a la tasa promedio registrada entre 2000 y 2002 (6,76%) (Cuadro 33). Lo anterior obedece a una leve desvalorización del portafolio de reservas, compensada por los ingresos de intereses, aunque es importante anotar que este rendimiento estará condicionado al comportamiento futuro de las tasas de interés externas.

Como resultado de los movimientos por diferencial cambiario y tasas de interés, el tramo de inversión de las reservas internacionales presentarían

<sup>38</sup> Incluye causación de intereses y valorización o desvalorización por movimiento de las tasas externas de interés.

**RENDIMIENTO POR TASAS DE INTERÉS  
(PORCENTAJE)**

Concepto	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Rendimiento por tasas de interés (*)	8,05	6,7	5,52	1,73	1,58	3,14

(\*) No incluye diferencial cambiario.  
Fuente: Banco de la República.



**RETORNO TOTAL DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES  
(PORCENTAJE)**

Concepto	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Retorno total portafolio de inversiones (*)	6,61	5,45	7,89	4,08	2,53	1,52

(\*) Incluyen capital de trabajo.  
Fuente: Banco de la República.

este año una rentabilidad de 1,52%, inferior a la registrada en años anteriores (Cuadro 34).

Se destacan igualmente las siguientes variaciones:

- El rendimiento de los TES de expansión monetaria crecería \$171,6 mm, por efecto de la compra de títulos en el primer trimestre y la valoración relacionada con la reducción en la tasa de interés de negociación en el mercado de TES.
- Los ingresos por intereses de las operaciones de expansión monetaria a través de Repos serían inferiores en \$50,5 mm. Esto se debe a la reducción de las necesidades de liquidez transitoria, debido al efecto expansionista de las compras de divisas que ha venido realizando el Banco de la República en el mercado cambiario.
- Los ingresos por comisiones disminuirían en \$41,2 mm, debido a que el Banco de la República dejó de recibir consignaciones de dólares en efectivo por parte de las entidades financieras.
- El costo de emisión de las especies monetarias presentaría un crecimiento de \$109,1 mm, el cual se encuentra dentro del programa de producción de monedas para el año<sup>39</sup>.
- El rubro *pensiones de jubilación* arroja un incremento de \$161 mm frente al año precedente, debido al aumento de las provisiones por \$85 mm y a la reducción en los rendimientos estimados del portafolio de inversión para pensiones por \$55 mm. Esto último obedece a que durante el presente año no se consideran valorizaciones del portafolio por disminución en las tasas de interés, contrario a lo que ocurrió el año anterior.

<sup>39</sup> Este cálculo incluye \$70 mm, como resultado de la destrucción de moneda, egreso que se compensará en el momento de la distribución de las utilidades, dado que se usa de manera automática la reserva de protección de activos constituida por la JDBR en años pasados para cubrir este gasto.

- Los egresos por intereses pagados a los depósitos remunerados en el Banco de la República aumentarían en \$199,3 mm, por las necesidades de contracción monetaria y por el nuevo esquema de liquidez adoptado con el Gobierno nacional (Recuadro 1).
- Por último, los aumentos de los gastos serían compensados parcialmente por la disminución en los egresos del rubro *diferencias en cambio* por \$173,7 mm. Lo anterior debido a que en este año los activos en moneda extranjera (distintos de reservas) no se desvalorizarían, como sí ocurrió el año anterior por la revaluación del peso.

## RECUADRO 6

### TENDENCIAS EN FUNCIONES Y PLANTA DE PERSONAL DE BANCOS CENTRALES

El Banco de la República elaboró un estudio para conocer las tendencias en materia de planta de personal en los bancos centrales de un grupo amplio de países. Para estos efectos, se diseñó un modelo econométrico con el fin de estimar la planta de personal del Banco. De manera adicional, y para brindar interpretaciones a los resultados del modelo, se investigó acerca de las tendencias en las funciones principales y secundarias de los bancos centrales.

A continuación se presentan los aspectos más relevantes del análisis de algunas funciones que tienen impacto en la planta de personal en los bancos centrales: distribución de efectivo, operación de sistemas de pago, producción de billetes y monedas, y actividad cultural. Además, se presenta la evolución del personal de los bancos centrales en los últimos cinco años y los resultados del ejercicio de estimación de dicho personal para el Banco de la República, en comparación con una muestra de 133 bancos centrales<sup>1</sup>.

#### I. Distribución de efectivo

Hasta la década de los ochenta, los bancos centrales realizaban la distribución de billetes y monedas con recursos propios. A partir de los noventa, algunos bancos centrales empezaron a contratar esta función con operadores externos, lo cual propició la reducción del número de sucursales. Desde entonces, 18 bancos centrales de 48 estudiados (11 de economías avanzadas y siete latinoamericanos) han contratado parcial o totalmente la distribución del efectivo con terceros, lo que ha permitido ampliar la cobertura de este servicio, a la vez que han controlado el tamaño de su planta de personal.

Hasta abril de 1997, el Banco de la República operaba con una red de 28 sucursales para el cubrimiento de todos los servicios requeridos por las distintas ciudades del país. Producto del estudio sobre circulación

<sup>1</sup> El documento completo se encuentra en la página de internet del Banco: <<http://www.banrep.gov.co/banco/home4.htm>>

y demanda de efectivo, el Banco ha cerrado las áreas de tesorería con bajo volumen de operaciones en 13 ciudades del país, y ha fortalecido los servicios culturales. La reducción de las áreas de tesorería va de la mano con el desarrollo de un esquema de operación mixto en el cual el Banco se apoya en operadores privados para suministrar el efectivo necesario y satisfacer así las necesidades del público, velar por la buena calidad de los billetes y monedas, y mantener confianza en la moneda circulante.

## **II. Operación de sistemas de pago**

Los sistemas de pago constituyen un componente básico de la infraestructura del mercado financiero y de capitales, cuya función central es permitir la circulación del dinero de una manera segura y eficiente, tanto internamente de cada país, como en el internacional.

Los bancos centrales, en general, se encargan de velar porque los sistemas de pago sean seguros y eficientes. Algunos operan sistemas de alto y bajo valor, mientras que otros se concentran en sistemas de pago de alto valor y dejan a entidades privadas la operación de los sistemas de bajo valor<sup>2</sup>. En las economías avanzadas, más de la mitad de los bancos centrales no opera los sistemas de pago de bajo valor en forma directa. En contraste, el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos opera los sistemas de bajo y alto valor a partir de un esquema competitivo con el sector privado.

El Banco de la República ha sido uno de los pioneros en Latinoamérica al esforzarse por contribuir a la modernización de los sistemas de pago a través de la prestación de servicios electrónicos enfocados a facilitar y hacer más eficientes, seguras y económicas las transacciones que efectúan los intermediarios financieros y del mercado de capitales. Actualmente el Banco opera varios sistemas de pago en forma directa, que son: CUD, DCV, Cedec, Cenit, SEN y SOI<sup>3</sup>. Algunos de estos sistemas conviven con competidores privados.

## **III. Producción de billetes y monedas**

En Colombia, la Casa de Moneda del Banco de la República –conformada por la Imprenta de Billetes y la Fábrica de Moneda– produce la totalidad de los billetes y monedas que necesita la economía del país, y en algunas ocasiones ha producido para países como Chile, Ecuador y Costa Rica. En años recientes se han adelantado esfuerzos para mejorar las instalaciones, los procesos y la capacidad de producción. En ese sentido se adelanta la construcción de la Central de Efectivo, un complejo industrial que integrará la investigación y desarrollo, la producción y el movimiento, y manejo de valores. Esta central permitirá

---

<sup>2</sup> Por operación se entiende que un banco central cuenta con una estructura propia de recursos humanos, físicos y tecnológicos para llevar a cabo las transferencias, la compensación y/o la liquidación de pagos.

<sup>3</sup> Sistema de Cuentas de Depósito (CUD) para transferencia electrónica de fondos entre entidades financieras; Depósito Central de Valores (DCV) para el manejo desmaterializado de títulos; Compensación Electrónica de Cheques (Cedec); Compensación de Transferencias Electrónicas Interbancarias (Cenit); Sistema Electrónico de Negociación (SEN) de títulos de deuda pública en el mercado secundario, y Sistema de Operaciones Internacionales (SOI).

<sup>4</sup> Según la clasificación del Fondo Monetario Internacional.

mejorar la productividad de los procesos. Además, la Fábrica de Moneda obtuvo la certificación Icontec ISO 9000:2000, aplicable a las actividades de fabricación, empaque y despacho de moneda metálica y sus productos intermedios.

En la Unión Europea, el 47% de los bancos centrales posee una planta de producción de billetes, y se observan cambios en las modalidades de administración debido a la entrada del euro en reemplazo de las monedas nacionales.

En Latinoamérica, solo los bancos centrales de Colombia, México y Venezuela producen billetes. En Brasil y Chile los produce el gobierno, en Argentina una empresa privada y en el resto de países los billetes se importan. Respecto a las monedas, solo los bancos centrales de Colombia, Perú y Venezuela las producen. Con la entrada en funcionamiento de la central de efectivo, este panorama permitirá explorar oportunidades de producción de especies monetarias para otros países de la región en el futuro mediano.

#### **IV. Actividad cultural**

La comparación internacional realizada permitió observar que la participación de los bancos centrales en actividades culturales es muy variada. El 42,3% de los 133 bancos centrales estudiados tienen algún tipo de actividad cultural, que generalmente es pequeña, y en la que predominan las bibliotecas especializadas en Economía y finanzas para estudiantes e investigadores, así como las colecciones numismáticas. Este es el caso particular del 75% de los bancos centrales de las economías avanzadas. En contraposición, en Latinoamérica el 94,7% de los bancos centrales tienen algún tipo de actividad cultural. Los bancos centrales de Bolivia (1995), Costa Rica (1994), Guatemala (1997) y Paraguay (1999) promocionan la cultura por medio de una fundación. El Banco de la República tiene la mayor infraestructura dedicada a la promoción de la cultura y le siguen los bancos centrales de Ecuador, Perú y Brasil.

El Banco de la República, gracias a la continuidad en las funciones culturales y científicas, ha enriquecido las colecciones a disposición del público: documental, de arte, numismática colombiana y numismática extranjera. Con la actividad cultural, el Banco hace un aporte al desarrollo de las regiones, pues fuera de Bogotá operan 28 áreas culturales en las sucursales, en las que funcionan siete museos regionales, 18 bibliotecas, cinco centros de documentación y una colección filatélica.

De lo anterior se desprende que si bien un número importante de bancos centrales tienen actividad cultural, esta no es comparable con la del Banco de la República, que las supera ampliamente en términos de colecciones, servicios y cubrimiento geográfico.

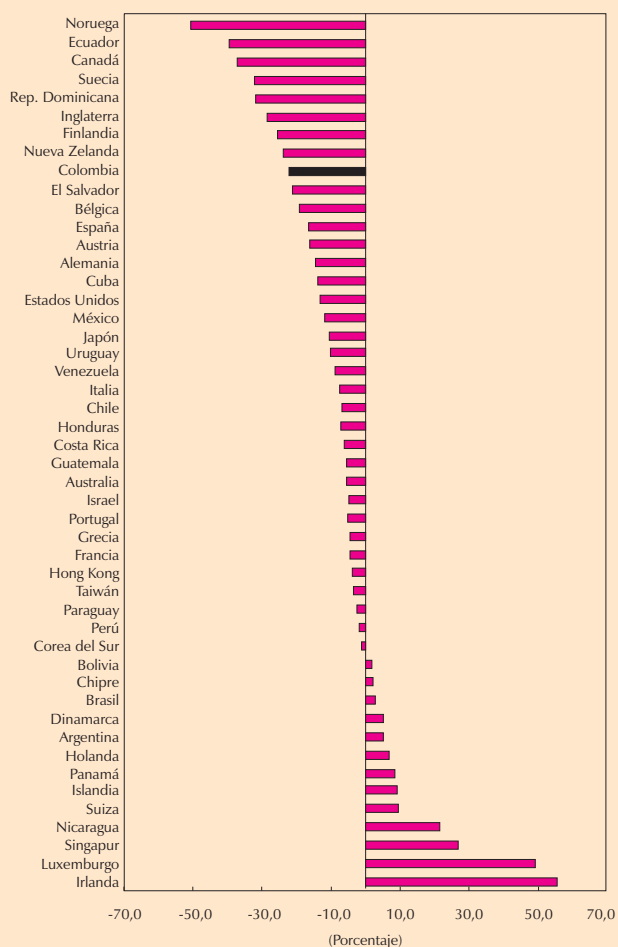
#### **V. Reducción de la planta de personal**

Entre 1999 y 2004, el Banco de la República redujo su planta de personal en 21,6%, acorde con la tendencia generalizada a la disminución de planta de personal en los bancos centrales de las economías

avanzadas y latinoamericanas<sup>4</sup>. El Banco ha hecho una de las reducciones más importantes, y se ubica como el noveno con mayor disminución de planta entre los 48 bancos centrales de economías avanzadas y latinoamericanas (Gráfico R6. 1).

El índice de empleados por cada 100.000 habitantes (publicado anualmente por el semanario *The Economist*) ubica a Colombia en el puesto 12 entre los 48 bancos de las economías avanzadas y latinoamericanas, con 4,9 empleados por cada 100.000 habitantes<sup>5</sup> (Gráfico R6. 2).

**GRÁFICO R6.1**  
**VARIACIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL**  
**MUESTRA DE 48 BANCOS CENTRALES**

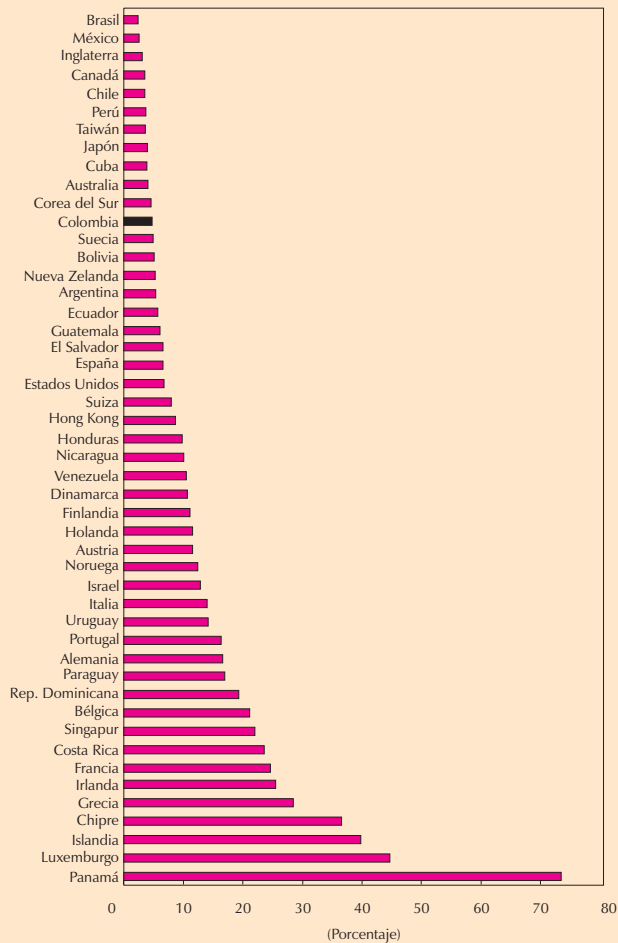


Fuente: Morgan Stanley, Central Bank Directory, 2005.

<sup>4</sup> Según la clasificación del Fondo Monetario Internacional.

<sup>5</sup> Para la comparación, el índice para Colombia se calculó sin incluir la planta que desarrolla actividades culturales, puesto que la función cultural del Banco de la República tiene un impacto mayor en servicios y locaciones, y su planta asociada no es

**GRÁFICO R6.2**  
**EMPLEADOS DE BANCA CENTRAL POR 100.000 HABITANTES**  
**MUESTRA DE 48 BANCOS CENTRALES**



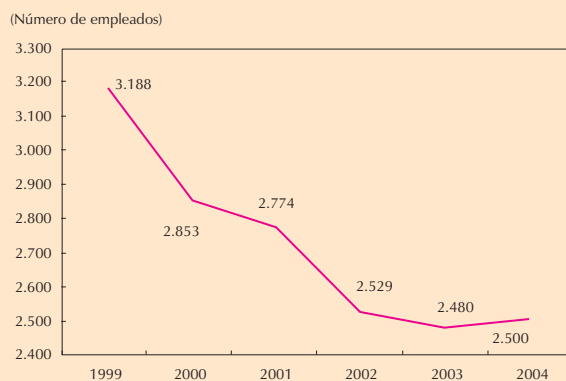
Fuente: Morgan Stanley Central Bank Directory, 2005 y U.S. Census Bureau International Data Base.

A nivel internacional, la planta de personal de varios bancos centrales se ha reducido como consecuencia de la contratación externa y la cesión de funciones de supervisión a entidades del Gobierno (el caso de la Unión Europea). En Latinoamérica se destaca el mismo proceso, fundamentalmente por la reestructuración de funciones de tesorería. Lo anterior evidencia la tendencia de los bancos centrales a la concentración en sus principales labores y a la contratación de las actividades secundarias con terceros.

En los últimos cinco años (1999-2004) la planta del Banco se redujo en 688 empleados (21,6%), al pasar de 3.188 a 2.500 (Gráfico R6. 3).

comparable con la de los demás bancos centrales, cuya actividad cultural es muy reducida. Con la planta total, el índice de 2004 es de 5,8.

**GRÁFICO R6.3**  
**EVOLUCIÓN PLANTA DE PERSONAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**  
**(1999-2004)**



Fuente: Banco de la República.

La reducción del 21,6% en la planta del Banco durante los últimos cinco años se llevó a cabo principalmente en las siguientes áreas: las sucursales (305 empleados), el área industrial (204), el área administrativa (70) y el área de servicios bancarios (52). En las sucursales, el ajuste se debió al cierre del área de tesorería en 13 sucursales, los nuevos esquemas de contratación con terceros y la regionalización de las áreas de estudios económicos. El ajuste en el área industrial se dio básicamente en la Fábrica de Moneda como resultado de un nuevo esquema de operación con una planta mínima y tripulación rotativa, que permitió reducir el 76% del personal. En el área administrativa se introdujeron nuevos sistemas de información y se contrató con terceros la ejecución de algunas funciones operativas y de apoyo administrativo. Finalmente, en el área de servicios bancarios se redujo la planta gracias a la disminución y simplificación de trámites mediante el cambio de la normativa y la sistematización de procesos.

## **VI. Resultados de un modelo de estimación de planta de personal de bancos centrales**

Con el propósito de estimar la planta de personal necesaria para un banco central, acorde con las funciones que desempeña y las características de la economía, se elaboró un modelo econométrico<sup>6</sup> que utiliza cifras del año 2003, de una muestra de 133 bancos centrales, los cuales representan el 82% de los bancos centrales del mundo. Esta muestra se clasificó en tres grupos, con características homogéneas según ingreso per cápita y área geográfica (Cuadro R6.1).

<sup>6</sup> En el modelo se introducen variables discretas que capturan la ejecución de las funciones del banco central con recursos propios. Se hace referencia a las funciones de supervisión financiera, distribución y manejo del efectivo, impresión de billetes, acuñación de monedas y la forma de operación de los sistemas de pago. Adicionalmente se incluyen variables exógenas como la población y el ingreso per cápita del país. Para la estimación se utilizó un modelo paramétrico de corte transversal tipo *log-log* que pasó satisfactoriamente los test de normalidad y heterocedasticidad.

**CUADRO R6.1**  
**CÁLCULOS DE LA PLANTA DE PERSONAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, 2003**

	<b>Planta Banco de la República a diciembre de 2003: 2.096 empleados 1/</b>			
	Muestra total	Grupo 1: Latinoamérica y el Caribe 2/	Grupo 2: Ingreso per cápita medio-bajo 3/	Grupo 3: Economías avanzadas 4/
Planta calculada para el Banco de la República	2.352	2.846	2.693	1.739
Planta real vs. estimada	(256)	(750)	(597)	357
Desviación porcentual de la estimación	(10,9)	(26,4)	(22,2)	20,6

1/ Planta de personal sin incluir los empleados del área cultural, para efectos comparativos con otros bancos centrales.

2/ Incluye los 25 bancos centrales de América latina y el Caribe.

3/ Conformado por los bancos centrales de 40 países, incluido Colombia, con ingreso per cápita entre US\$766 y US\$3.035, según la clasificación del Banco Mundial.

4/ Incluye los bancos centrales de los 29 países de las economías avanzadas, según la clasificación del FMI. Se realizó el cálculo para el Banco de la República, aunque éste no hace parte de la muestra.

Fuente: Banco de la República.

Los resultados indican que el Banco de la República realiza sus funciones con una planta de personal inferior a la del promedio de los bancos centrales incluidos en tres de las cuatro muestras empleadas. Respecto a la muestra total de 133 bancos centrales, el Banco emplea un 10,9% menos de personal que el estimado por el modelo (2.352 empleados). En el grupo 1 el Banco registra una planta inferior en 750 empleados, es decir un 26,36% inferior al promedio de la región. Para el grupo 2 se obtuvo una planta 22,17% menor que la estimada.

Comparado con las economías avanzadas, el Banco de la República muestra un exceso del 20,56% respecto a la planta estimada promedio de estos bancos centrales. No obstante, es importante destacar que la estimación para Colombia es inferior a la de países como Alemania, Francia, Austria y Finlandia.

En conclusión, el Banco de la República ha realizado un ajuste de su planta superior a la mayoría de los bancos centrales y actualmente realiza sus funciones con una planta de personal inferior a la del promedio de los bancos centrales de los grupos de referencia.



---

## ABREVIATURAS Y CONVENCIONES

Billones	b
Certificado de depósito a término	CDT
Derecho especial de giro	DEG
Estimado	e
Gobierno nacional central	GNC
Impuesto al valor agregado	IVA
Índice de la tasa de cambio real	ITCR
Índice de precios al consumidor	IPC
Índice de precios del productor	IPP
Inversión extranjera directa	IED
Miles de millones	mm
Millones	m
No es aplicable	n.a.
Pasivos sujetos a encaje	PSE
Población económicamente activa	PEA
Población en edad de trabajar	PET
Preliminar	pr
Producto interno bruto	PIB
Proyectado	proy
Puntos básicos	pb
Reservas internacionales netas	RIN
Tasa de cambio real	TCR
Tasa de cambio nominal	TCN
Tasa de interés de depósitos a término fijo	DTF
Tasa de interés interbancaria	TIB
Tasa global de participación	TGP

## SIGLAS

Banco Interamericano de Desarrollo	BID
Bank for International Settlements	BIS
Bolsa de Valores de Colombia	BVC
Consejo Superior de Política Fiscal	Confis
Departamento Administrativo Nacional de Estadística	DANE
Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales	DIAN
Financiera Energética Nacional	FEN
Fondo de Pasivos de Pensiones Territoriales	Fonpet
Fondo Latinoamericano de Reservas	FLAR
Fondo Monetario Internacional	FMI
Instituto de los Seguros Sociales	ISS
Junta Directiva del Banco de la República	JDBR
Reserva Federal de los Estados Unidos	Fed
Unión de Bancos Suizos	UBS