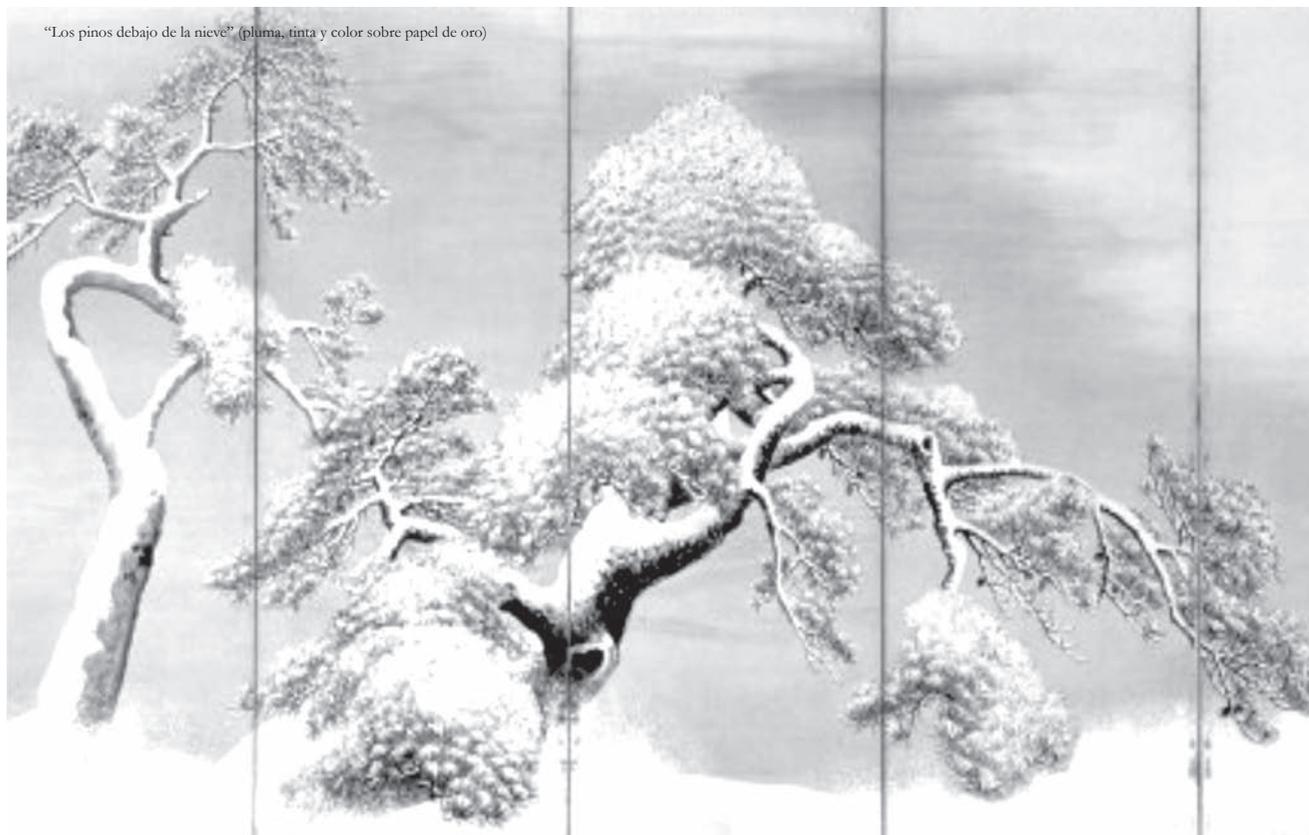


3.



*La Calidad Académica,
un Compromiso Institucional*

“Los pinos debajo de la nieve” (pluma, tinta y color sobre papel de oro)



Política monetaria en Colombia, 1999-2000

Fernando Chavarro Miranda

POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA 1999-2000*

FERNANDO CHAVARRO MIRANDA**

Fecha de recepción: mayo 23 de 2008

Fecha de aceptación: agosto 6 de 2008

RESUMEN

En el análisis económico se deben contemplar variables que generan un fuerte impacto en la coyuntura nacional y los mercados financieros. Dentro de las variables que generan este efecto se deben tener en cuenta las reguladas por el Banco Central de un país.

En Colombia, el Banco de la República tiene un peso importante en los aspectos macroeconómicos; dentro de sus cifras se pueden ver aspectos que se constituyen en síntomas básicos para poder dar un diagnóstico adecuado de la situación económica nacional, en especial en su papel de base del sistema monetario, centro del sistema financiero, y regulador del mercado cambiario.

En este sentido, el propósito de este trabajo es analizar cómo la Base Monetaria, con sus respectivos componentes, efectivo y reservas bancarias pueden llegar a afectar el entorno económico.

ABSTRACT

In the economic analysis should consider variables that have a strong impact on national circumstances and financial markets, among the variables that generate this effect must be taken into account regulated by the Central Bank of a country.

In Colombia, the Bank of the Republic has a major influence on the macroeconomic, in their figures can be seen in aspects that are core

* Artículo resultado de la investigación y la reflexión, de la línea de Desarrollo Económico, del Grupo de Economía y Finanzas. Universidad Libre, fchavarr@uniandino.com.co

** Mg. Economista, investigador categorizado en Colciencias, investigador Universidad Libre, Docente Instituto de Postgrados – Fórum, Universidad de la Sabana.

symptoms in order to give a proper diagnosis of the national economic situation, especially in its basic role of monetary system, the center of the financial system and exchange regulations.

In this sense, the purpose of this paper is to analyze how the monetary base, with their respective components, cash and bank reserves can affect the economic environment.

PALABRAS CLAVE:

Banca Central, Política Monetaria, Base Monetaria, coyuntura económica.

KEYWORDS:

Central Bank, Monetary Policy, Monetary Base, economic situation.

CLASIFICACIÓN JEL:

E0, E58, E63.

1. COYUNTURA ECONÓMICA COLOMBIANA

La economía colombiana durante el año 1999 presentó la recesión más aguda de las últimas dos décadas. Ésta estuvo caracterizada por baja inflación y elevados niveles de desempleo.

Este período, se caracterizó por una pérdida importante en el dinamismo económico provocado por la subutilización de los factores de producción de la economía. Se destaca el factor trabajo como el más subutilizado ya que un 20% de la población económicamente activa estaba cesante.

Una contracción tan aguda como la presentada en 1999 tiene numerosas causas, algunas de carácter inmediato como la crisis financiera internacional desatada en 1998, y otras que se van gestando lentamente como la fragilidad financiera, los desequilibrios macroeconómicos los cuales se produjeron a raíz de un exceso de demanda agregada durante los años noventa, la crisis política y el conflicto armado. Se destacaron como principales causas de la recesión económica el déficit en la cuenta corriente, caída del ahorro privado, el deterioro creciente de las finanzas públicas y la crisis del sistema financiero.

“La economía colombiana durante el año 1999 presentó la recesión más aguda de las últimas dos décadas. Ésta estuvo caracterizada por baja inflación y elevados niveles de desempleo. Este período, se caracterizó por una pérdida importante en el dinamismo económico provocado por la subutilización de los factores de producción de la economía. Se destaca el factor trabajo como el más subutilizado ya que un 20% de la población económicamente activa estaba cesante”

Una economía cuya demanda interna crece más rápido que su producto termina inevitablemente generando desequilibrios externos. En el caso colombiano ese desbalance se manifestó en un saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que después de ser superavitaria a comienzos de la década llegó a un déficit máximo de 6.2% del PIB en el primer trimestre de 1998. Esto se financió con un crecimiento de la deuda externa total que pasó de un equivalente de 27.4% del PIB en 1994, a un 36% del PIB en 1998, a pesar de haberse adelantado un programa de privatizaciones en el gobierno de Gaviria.

La mayor parte de este endeudamiento la asumió el sector privado, cuya participación en la deuda externa total aumentó de 34% a 48% en el mismo período. Un desequilibrio externo de esa magnitud hace a la economía muy vulnerable a los cambios adversos en las condiciones de los mercados internacionales de bienes y capital. La experiencia colombiana en aquella época fue muy ilustrativa en ese sentido. El deterioro de los términos de intercambio, la drástica disminución de las entradas de capital y el encarecimiento del crédito externo, generaron una pérdida de confianza entre los agentes económicos que probablemente no hubiera ocurrido con tal magnitud de haberse contado con fundamentos macroeconómicos más sanos¹.

Durante aquella época en el frente externo, el incremento de la tasa de cambio encareció significativamente el costo de la deuda externa. Esto afectó fuertemente al sector privado, al tener un elevado nivel de endeudamiento

¹ Informe de la Junta Directiva del Banco de La República al Congreso, marzo del 2000.

externo acompañado de un escaso nivel de cobertura cambiaria.

En el frente local el incremento de la tasa de interés interna, junto con el sobre endeudamiento del sector privado, condujeron a una reducción del ritmo de crecimiento de la cartera, lo que al desestimular la demanda se manifestó en un abrupto descenso del precio de los activos fijos (en particular finca raíz). Esto se reflejó en una pérdida de riqueza lo cual redujo la base patrimonial de los hogares, las empresas y el sector financiero. La pérdida patrimonial se acentuó debido al encarecimiento del servicio de la deuda que terminó por incrementar el monto adeudado en pesos.

Como consecuencia de lo anterior, el sector financiero experimentó un rápido incremento de cartera vencida, que a través de las provisiones correspondientes, se manifestó en considerables pérdidas que debilitaron su posición patrimonial, resquebrajaron su solvencia y aumentaron su fragilidad.

En este sentido los intermediarios financieros empezaron a restringir sus préstamos. La economía se resintió no sólo por la falta de crédito sino también por la caída en la capacidad de consumo de los hogares y de la baja capacidad de la inversión privada resultante del deterioro en el patrimonio de las familias y las empresas.

Durante estos años Colombia experimentó su más grave crisis desde la depresión de 1929 (ver Gráfico 1), causada por fenómenos como la crisis del sector financiero, el contagio de la crisis asiática y rusa, y una situación de

incremento desmesurado de la deuda pública externa e interna. Además debido a las nuevas obligaciones de gasto generadas por la constitución de 1991 habían generado un desequilibrio fiscal².

La profundidad de la crisis tuvo origen en la política de defensa de la banda cambiaria, disminuyendo el nivel de reservas internacionales al tratar de evitar una devaluación. Los efectos de la crisis y el desequilibrio fiscal llevaron a que las calificadoras de riesgo redujeran el grado de calificación de la deuda soberana, ocasionando el colapso al sector real, debido al aumento de las tasa de intereses; ésto llevó a la restricción del crédito, caída del sistema UPAC, y generación del fenómeno de "*credit crunch*".

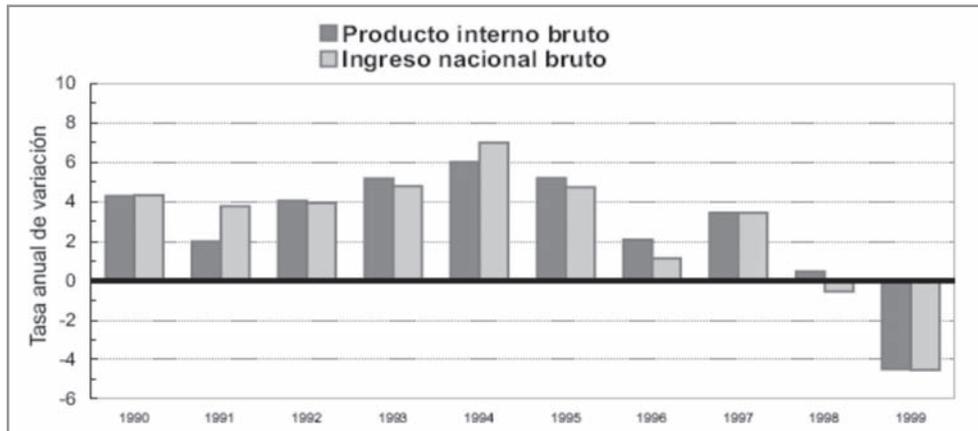
Los gastos generados para cubrir los desequilibrios de la cuenta corriente y el terremoto en la zona cafetera, llevaron a un incremento del déficit fiscal al 6% del PIB. Los sectores más afectados fueron la construcción y las empresas de telefonía celular, debido a su endeudamiento en dólares, enmarcado en un proceso de devaluación.

Durante éstos, la recesión y la política contraccionista ejecutada por el gobierno y el Banco Central, dieron como resultado una desinflación fortuita que cayó a niveles inferiores que a los de inicios de la década (ver Gráfico 2).

La fuga de capitales originada por la crisis en busca de refugios, provocó un desequilibrio en la balanza de pagos (ver Gráfico 3), y el país tuvo que recurrir al fondo monetario.

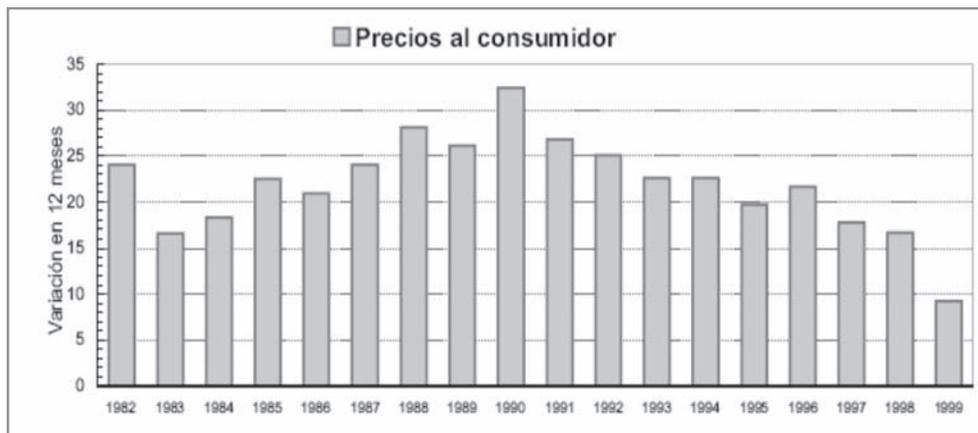
² CEPAL, informe económico para América Latina y el Caribe.

Gráfico 1. Producto Interno Bruto e Ingreso Nacional Bruto de Colombia, 1990-1999



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Tomado del Anuario Estadístico 2008. http://websie.eclac.cl/anuario_estadistico/anuario_2008/

Gráfico 2. Inflación Anualizada de Colombia. 1982-1999



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Tomado del Anuario Estadístico 2008. http://websie.eclac.cl/anuario_estadistico/anuario_2008/

Gráfico 3. Saldo Cuenta Corriente Balanza y Saldo del Sector Público no Financiero



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Tomado del Anuario Estadístico 2008. http://websie.eclac.cl/anuario_estadistico/anuario_2008/

Durante el año de 1999, con el propósito de estimular la economía, después del primer trimestre, el Banco Central decidió hacer reducciones en su tasa de descuento, lo cual conllevó a un descenso de la inflación y de la tasa de captación, llevando el DTF al 16%.

Para enfrentar la crisis externa del segundo semestre de 1999 y darle soporte al nuevo esquema de libertad cambiaria, el gobierno se comprometió a reducir el déficit fiscal del 6,3% al 3,6% del PIB. Ello se logró con la reducción del gasto del gobierno central. Al finalizar el año, el déficit fiscal se comportó tal como se anunció, pero la reducción del gasto central no.

El 2000 marca un paradójico cambio de tendencia en materia de gasto público. Desde comienzos de este año, el gasto real del gobierno central se aceleró considerablemente, hasta terminar con un ritmo anual superior al 10%, por encima al del anterior gobierno. Y todo ello sin incluir el crecimiento del gasto en intereses, que fue de 30 puntos reales.

El 2000 no fue entonces el año de la austeridad del gasto, sino todo lo contrario. Los inesperados ingresos de la bonanza petrolera permitieron cumplir las metas de déficit fiscal en medio de un festín de gasto público. Es decir, el Ministerio de Hacienda dio una verdadera sorpresa³.

La recuperación económica en el año 2000 se viene generando a partir de una mayor dinámica de la actividad productiva privada. Como lo señalan las cifras del DANE (ver Gráfico 4), el PIB del sector privado creció 3.58% en el año 2000, en tanto que hubo una contracción del 1.16% en el PIB originado

en el sector público. La industria, la agricultura y el comercio fueron los principales sectores productivos responsables de la recuperación. Por su parte, el consumo privado, las exportaciones no tradicionales, material de transporte, madera, cueros, metales comunes y maquinaria y equipo, entre otras; presentaron un notorio crecimiento (ver Gráfico 5).

La inversión privada explicó el origen de la mayor demanda. De otra parte el esfuerzo fiscal, se vio reflejado en una reducción del déficit del sector público no financiero del 6.1% del PIB en 1999, a 3.6% del PIB en el año 2000. También se presentó una reducción de las tasas de interés reales y el mantenimiento de una tasa de cambio real competitiva, las cuales fueron efectivas para estimular la iniciativa privada, mejorar el consumo de los hogares y fortalecer las exportaciones.

En el año 2000, se destaca la intervención monetaria del Banco de la República a través de Operaciones de Mercado Abierto OMA, cuyo objetivo era mejorar las dificultades de proveer liquidez de un mercado financiero fragmentado, sujeto a importantes cambios en el comportamiento del público, inducidos por el impuesto a las transacciones financieras y a la caída de las tasas de interés.

Durante el año 2000, el Banco Central decidió reducir la dispersión de la franja de intervención, para inducir una mayor estabilidad de la tasa interbancaria y hacer más directa la relación entre la política monetaria y las tasas de interés de intervención. Para ello aumentó la tasa de contracción por ventanilla y la tasa máxima de subasta de contracción.

³ Revista Dinero, edición 124.

“El 2000 marca un paradójico cambio de tendencia en materia de gasto público. Desde comienzos de este año, el gasto real del gobierno central se aceleró considerablemente, hasta terminar con un ritmo anual superior al 10%, por encima al del anterior gobierno. Y todo ello sin incluir el crecimiento del gasto en intereses, que fue de 30 puntos reales”

En cuanto a la balanza de pagos, este año fue de recuperación dado que la balanza comercial fue superavitaria y la balanza de cuenta corriente llegó al equilibrio. Lo anterior debido por un lado al buen comportamiento de las exportaciones, que alcanzaron una tasa de crecimiento en dólares del 12.7% y una participación dentro del PIB del 15.8%, la más alta que se ha presentado desde 1970.

Se presentó un mejoramiento en las finanzas públicas, donde, el déficit del Gobierno Nacional pasó del 7.5% del PIB en 1999, a 6.0% del PIB en el 2000. Este resultado se enmarca entre los términos del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, refleja los avances en el proceso de ajuste fiscal emprendido por el Gobierno y el buen momento que atraviesa la actividad petrolera gracias al comportamiento favorable de los precios internacionales del crudo, los cuales subieron entre el 1999 y 2000 de US 17.8 por barril, a US 28.8. El buen desempeño fiscal del Gobierno, fue producto del dinamismo de los ingresos donde se destaca el IVA a las importaciones, aduanas y renta como el impuesto más dinámico con crecimientos del 31%, 27% y 22% respectivamente.

2. ANÁLISIS DE BASE MONETARIA

Para iniciar el análisis de los movimientos generados en este agregado macroeconómico, la base monetaria se conoce como la suma de todas las obligaciones monetarias del Banco de la República y de la tesorería con los demás agentes.

La base excluye las obligaciones monetarias de los bancos comerciales con el público,

se compone de los agregados monetarios M1, M2 y M3. Esta clasificación se hace de acuerdo a la facilidad de convertirse en activos a la vista.

M1: Comprende los activos que pueden utilizarse inmediatamente, directamente, y sin restricciones para efectuar pagos. Se compone por el efectivo y los depósitos realizados por medio de cheques.

$$M1 = E + D$$

M2: Incluye los cuasidineros, que son activos levemente menos líquidos. Dado que la disponibilidad de un individuo, para efectuar gastos depende de la liquidez total, la inclusión de los cuasidineros en la oferta monetaria, proporciona una mejor definición de ésta, a fin de explicar los cambios en la actividad económica.

M2 incluye a M1 más los siguientes:

- Ahorros y depósitos a término de pequeña denominación en todas las instituciones financieras.
- Acuerdos de recompra día a día en bancos comerciales.
- Euro-dólares, día a día mantenidos por los residentes nacionales en las sucursales de bancos filiales en otros países
- Saldos en fondos mutuos.
- Cuentas de depósito⁴.

M3: Está conformado por M2 más los siguientes:

- Depósitos a término superior a dos años emitidos por las entidades financieras.

- Acuerdos de recompra de los bancos comerciales y asociaciones de ahorro y préstamo.
- Saldos en fondos mutuos, solamente institucionales.

Durante el año 2000, se presentó un incremento en el monto de la base monetaria en un 10%, en donde en valores absolutos, se pasó de 9.73 billones de pesos a 10.71 billones entre los años 99 y 2000 (ver Gráfico 6). Esta expansión monetaria se ve como un elemento lógico de política contracíclica. Al tener una política monetaria expansiva se puede contrarrestar los efectos del marco recesivo en que se movía la economía nacional.

Se presentó una tendencia creciente sólida durante estos dos años a excepción del mes de enero de 2000 donde se presentó out-liar que rompió la tendencia marcada al alza. Este cambio se explica por el incremento de la demanda de efectivo por parte del público y el sector financiero en las épocas de fin de año.

Dentro de los rubros de la base monetaria que tuvieron un mayor impacto en la variación de la base, fueron las reservas internacionales y el patrimonio del banco central, las cuales ampliaremos más adelante. Dentro de los movimientos menos significativos de la base monetaria se deben destacar los incrementos de activos de tesorería y los de recursos de crédito a los otros intermediarios del sector financiero (ver Tabla 1).

Esto se debe a las políticas de estabilización de la economía que pretendieron bajar las

⁴ Moneda y Banca segunda edición unidad 1 capítulo 3, pp. 37-43.

Gráfico 4. Variación Porcentual Anualizada del PIB Trimestral.

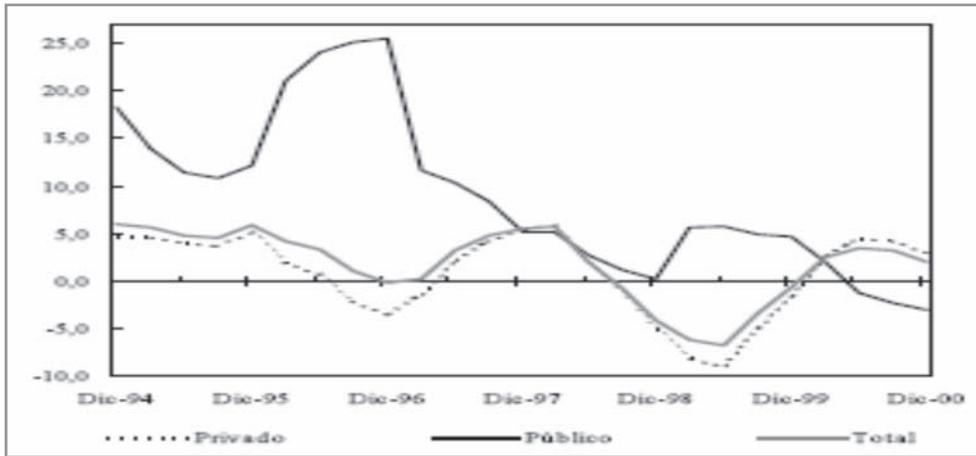
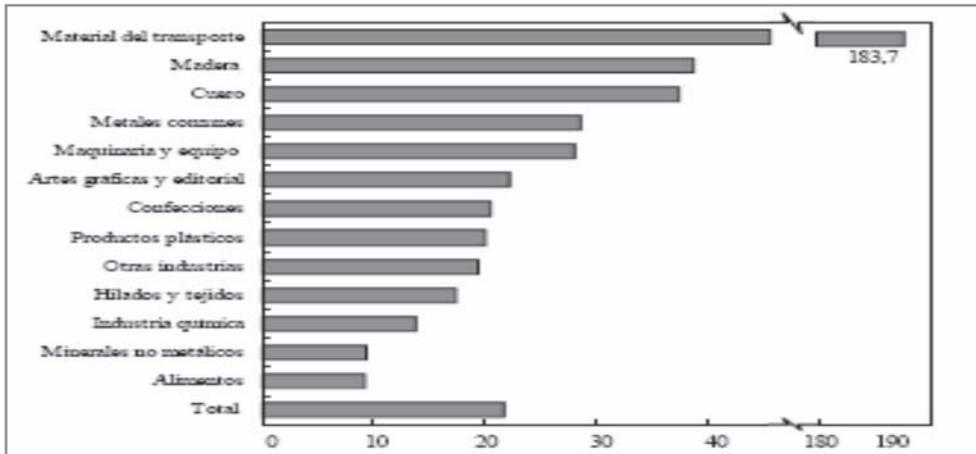
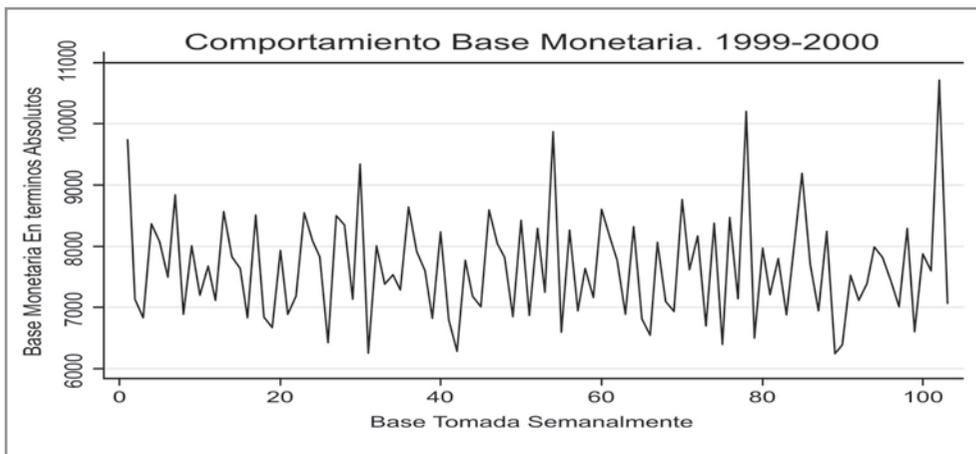


Gráfico 5. Exportaciones Tradicionales y no Tradicionales, 1990. Variación Anualizada.



Fuente: Tomado del Informe al Congreso de la República, marzo 2001. Elaborado con la Base de Datos del Departamento Nacional de Estadística.

Gráfico 6.



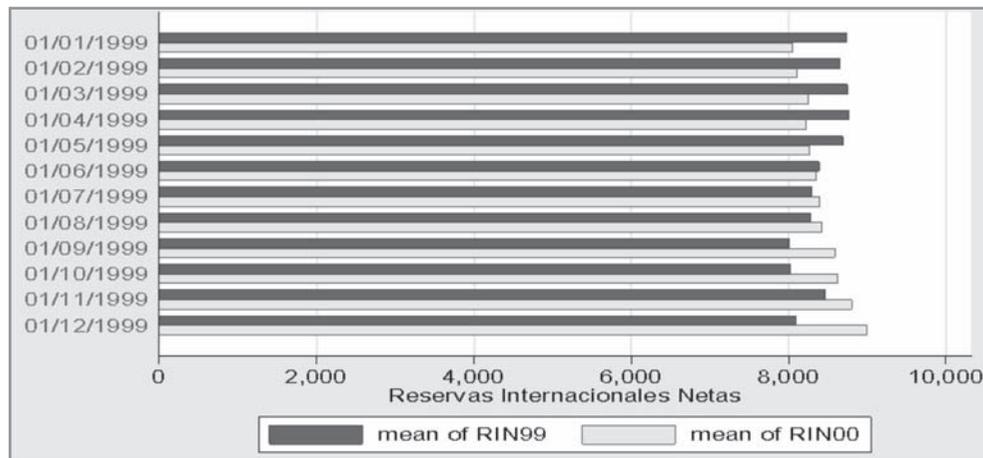
Fuente: Banco de la República. Elaboración propia del Autor.

Tabla 1. Recursos del crédito.

Recursos de Crédito Banco Central				
Tipo de Recurso	1999	2000	%	Miles de millones
Tesorería	\$ 2.044,30	\$ 2.430,40	19%	\$ 386,10
Resto Sector Público	\$ 5,30	\$ 4,00	-25%	-\$ 1,30
Bancos comerciales	\$ 2.462,10	\$ 1.543,30	-37%	-\$ 918,80
Otros intermediarios financieros	\$ 1.147,60	\$ 1.614,50	41%	\$ 466,90

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 7. Reservas internacionales de Colombia, 1999-2000



Fuente: Información Estadística, Banco de la República.

Tabla 2.

Reservas Internacionales Brutas	1999	2000	%	Miles de millones
Total	15.170,5	19.688,0	30%	\$ 4.517,47
Caja	168,9	62,4	-63%	-\$ 106,48
Bancos	1,8	3,2	76%	\$ 1,39
Inversiones negociables	7.925,1	10.708,7	35%	\$ 2.783,57
Portafolio en administración	5.103,6	6.362,3	25%	\$ 1.258,65
Cuentas por cobrar en operaciones de reservas int.	305,4	600,3	97%	\$ 294,86
Oro	178,6	195,5	9%	\$ 16,88
Derechos especiales de giro	245,7	296,6	21%	\$ 50,90
Pesos Andinos	37,4	43,8	17%	\$ 6,36
Posición de reservas FMI	733,5	814,0	11%	\$ 80,46
Fondo latinoamericano	468,0	580,1	24%	\$ 112,07
Convenios internacionales	3,3	21,1	543%	\$ 17,85

Fuente: Banco de la República.

tasas de interés y liberar el crédito, con el fin de nivelar las reservas internacionales. Así los agentes económicos se calmarían frente a las propuestas del gobierno. Así la banca central ampliaba la liquidez en la economía para promover la reducción de tasa de interés.

La liberación de recursos de crédito se enfocó hacia los otros intermediarios financieros como corporaciones y cooperativas. De esta forma se trató de mitigar el impacto por el no pago de cartera. Aunque este dato contrasta con la reducción de los recursos a bancos comerciales, los cuales cayeron a 1543.4 miles de millones, lo cual anuló el efecto y por ésto este grupo de cuentas no impacta la base.

En cuanto a los movimientos de tesorería hubo un incremento moderado de los recursos liberados al sector público, donde alcanzó una variación del 10%, lo cual es acorde a las necesidades del gobierno por un mayor gasto público para financiar las actividades en que incurre.

También se puede ver que el Banco Central incremento las tenencias de títulos TES clase B, los cuales pasaron de 2000 miles de millones a 2400 miles de millones en diciembre de 2000. Esta actividad fue realizada con el fin de entregar una mayor liquidez a la economía para estimular el crédito y el consumo en un marco como el del año 2000, donde el incremento del desempleo golpeó el consumo. Este indicador al inicio del periodo en 1999

estaba en 15.3% pero debido a la situación aumentó al 19.4%, afectando el consumo y los ingresos. También de esta tasa se desprenden los problemas del sector financiero para el recobro de la cartera. Además que la rigidez del crédito bancario se enfocó a empresas con 0 riesgo crediticio y a personas naturales con alto poder adquisitivo, respaldo patrimonial y estabilidad laboral.

El total de los pasivos del banco se incrementó en 1218.4 miles de millones de pesos durante los dos años. Esto equivale a un porcentaje de 12%. La mayor parte de este incremento está explicado por el aumento de los pasivos al sector privado, donde hubo un incremento de 1158.8 miles de millones de pesos. Con un porcentaje de participación del 19% en el total de los incrementos de las obligaciones que corresponden a una mayor liberación de efectivo circulante en la economía, debido a la mayor demanda de efectivo por la reducción de tasas de interés, y la preferencia por el efectivo desencadenada por el impuesto a las transacciones financieras.

Durante el período de los datos que se deben analizar se presenta la contracción del endeudamiento externo del Banco Central el cual pasó de 224 miles de millones a 215 miles de millones, lo cual muestra lo razonable de la política del Banco Central, de reducir su deuda mientras el gobierno central la expandía en \$1300. Millones de dólares mediante una línea de crédito del Banco Mundial.

3. RESERVAS INTERNACIONALES

Las reservas internacionales fueron el componente de mayor variación en la base

durante los años presentados, con una variación del 26% equivalente a un crecimiento nominal

de \$4.024 miles de millones de pesos (ver Gráfico 7, p. 83).

El incremento general de las reservas internacionales, se debe principalmente a dos factores: la devaluación del peso frente al dólar, que valorizó las inversiones del Banco de la República, expresadas en esa divisa; y el segundo elemento fue acumulación de reservas internacionales, con el objetivo de dar estabilidad macroeconómica al país, apoyado por una mejora en los precios internacionales de los bienes de exportación, durante el año 2000, y el control de los excesos de volatilidad de la tasa de cambio.

Durante los primeros meses de 1999, se presentó una reducción en el monto de las reservas internacionales. En junio comenzó a materializarse la posibilidad de que observadores internacionales tomen acciones concretas en contra de Colombia. Las decisiones de las calificadoras, Standard & Poors y Moody's sobre el cambio del Outlook, de las calificaciones de los papeles en Colombia, desembocaron en una fuerte especulación contra el peso colombiano. Después de gastar cerca de 300 millones de dólares defendiendo la banda cambiaria, el Banco de la República optó por desplazar la banda cambiaria en 9 puntos, y ampliar su techo de 14 a 20 puntos.

Estas medidas devolvieron la calma al mercado, en parte por la intervención del crédito público, mediante la colocación de TES en dólares, y también en parte por la venta de divisas que tuvieron que hacer los bancos a quienes se les redujo el porcentaje autorizado de posición propia, es decir el porcentaje de activos en dólares⁵.

⁵ Revista Dinero, edición No 87, julio 2 de 1999.

“En el año 2000, se destaca la intervención monetaria del Banco de la República a través de Operaciones de Mercado Abierto OMA, cuyo objetivo era mejorar las dificultades de proveer liquidez de un mercado financiero fragmentado, sujeto a importantes cambios en el comportamiento del público, inducidos por el impuesto a las transacciones financieras y a la caída de las tasas de interés”

La banda cambiaria fue finalmente levantada el 25 de septiembre de 1999, lo cual aunque no presentó una pérdida de riqueza neta según el informe del Banco Central, si afectó la capacidad de acumulación de reservas y la política de control cambiario (ver Tabla 2, p. 83), aunque los efectos de estos meses fueron recuperados durante el año 2000 con las razones explicadas anteriormente.

Dentro del incremento generado por las reservas internacionales (ver Gráfico 8), gran parte de los recursos provienen de la variación obtenida en los rubros de inversiones negociables y portafolio de administración.

Esta valorización se debe al descenso de tasas de interés y al incremento de precios de las inversiones negociables del Banco Central. Por efectos de muestra se adjuntan las características

de los portafolios de inversión del Banco Central, para mostrar cuál es la estructura de sus activos. Los registros que presentan mayor crecimiento porcentual son cuentas por cobrar en operaciones internacionales las cuales crecieron 97%, y los convenios internacionales que aumentaron en 543%, pero por un monto reducido que posee impacto significativo sobre el total. Las explicaciones del crecimiento de estos factores, se deben principalmente a la devaluación, lo que generó utilidad por cuenta del arbitraje.

Por otro lado hubo cuentas que a pesar de la tendencia creciente, tuvieron un retroceso. Los recursos en caja del banco cayeron 63%. Esto fue causado por la estabilización de la economía, que hizo que el banco requiriera menos recursos en disponible para efectuar operaciones y se minimizó el nivel de intervención del Banco Central.

4. PATRIMONIO BANCO CENTRAL

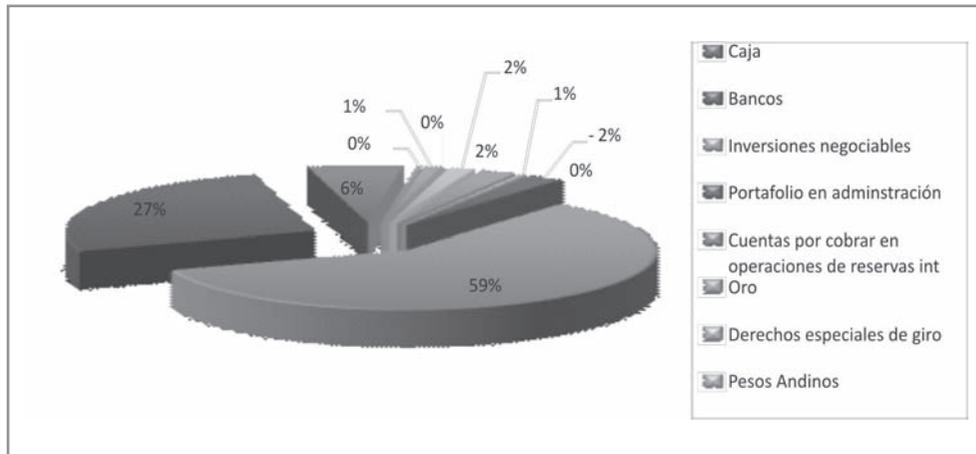
Durante el periodo de estudio, el patrimonio del Banco Central se incrementó en 3568.70 miles de millones de pesos. Esto muestra que a pesar de la crisis la institución no se debilitó financieramente, incluso marcó un año con resultados positivos, lo que sentó las bases para la recuperación de la crisis. La mayor parte de esta variación se ve explicado por el superávit conseguido que se enfoca principalmente en las actividades de ajuste de cambio con un crecimiento de 25%, traducido en un monto de 2531.67 miles de millones de pesos (ver Tabla 4).

Estas utilidades, en cambio provenientes de la venta de dólares en la defensa de la

banda cambiaria, se explican gracias a la devaluación del peso, que reflejó la compra de dólares en otras épocas de la década del 90, donde el peso tenía un tipo de cambio mucho más positivo. También el segundo componente más fuerte de este crecimiento fueron los resultados del ejercicio que crecieron 183%, o el equivalente a 1435.9 miles de millones de pesos en la utilidad causada por una devaluación pronunciada, y el incremento del valor de las inversiones.

En este resultado hay que destacar la aparición de la cuenta de superávit donado, que estaba en el año 1999 en niveles prácticamente inexistentes, y aumentó hasta los \$159.5 miles

Gráfico 8. Participación en Crecimiento de las Reservas Internacionales



Fuente: Banco de la República.

Tabla 4. Patrimonio.

Patrimonio	1.999	2.000	%	Miles de Millones
Capital	12,7	12,7	0%	\$ 0,01
RESERVAS	360,1	345,9	-4%	-\$ 14,17
Reservas para readquisición de acciones	153,8	153,8	0%	\$ 0,00
Acciones propias	-153,8	-153,8	0%	\$ 0,00
Resultados cambiarios	44,0	62,3	42%	\$ 18,33
Fluctuaciones de moneda	316,1	100,3	-68%	-\$ 215,80
Protección de activos		183,3		\$ 183,30
SUPERÁVIT	10.878,6	13.533,3	24%	\$ 2.654,73
liquidación cuenta especial de cambios	453,5	453,5	0%	\$ 0,00
Ajuste de cambio	10.088,2	12.619,9	25%	\$ 2.531,67
superávit donado	0,3	159,5	55865%	\$ 159,22
Superávit por inversión neta en actividad cultural	15,8	21,4	36%	\$ 5,65
Valorización de bienes inmuebles	320,9	279,1	-13%	-\$ 41,80
				\$ 0,00
RESULTADOS				\$ 0,00
Del ejercicio en curso	507,8	1.435,9	183%	\$ 928,12
				\$ 0,00
Total patrimonio	11.759,1	15.327,8	30%	\$ 3.568,70

Fuente: Banco de la República.

de millones de pesos. Este dinero proviene de donaciones realizadas por otros organismos internacionales, sean gobiernos o entes privados.

Para efectos de aclaración, se incluyen las definiciones exactas de varias de las reservas que afectaron el resultado de las reservas del año.

Reserva de resultados cambiarios. A partir del 1° de enero de 1994, las diferencias de valor en las operaciones diarias de compra y venta de divisas en el mercado cambiario respecto del precio de mercado de cada día, constituyen ingreso o egreso del Banco según el caso, pero ingresarán al final de cada período a la reserva de resultados cambiarios, cuando

fueren positivas. Esta reserva podrá destinarse a enjugar pérdidas que registre el Banco en sus operaciones diarias de compra y venta de divisas.

La reserva para fluctuaciones de monedas, estará constituida por 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 de los Estados Unidos 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, este podrá enjugarse contra esta reserva.

CONCLUSIONES

Del análisis de las cifras del Banco de la República entre período 1999 y 2000, se llegó a la conclusión que las cuentas que más impactaron la variación de la base monetaria fueron: las reservas internacionales y el patrimonio.

Dentro de las decisiones destacadas de política monetaria en el período de estudio se debe destacar la eliminación de la banca cambiaria en el año 1999. Medida adoptada para evitar la presión y especulación de los diferentes agentes económicos y por ende la volatilidad en la tasa de cambio.

De acuerdo a la base monetaria de los años 1999 y 2000, se presentó un periodo de expansión en la base monetaria debido al intento de restablecer políticas de reactivación económica, conjugado con un incremento de

los commodities que exportaba Colombia en el año 2000, lo cual fortaleció las reservas internacionales.

A causa de la devaluación del primer semestre año 1999, las inversiones del Banco Central en moneda extranjera se valorizaron.

El cambio de política intervencionista en el mercado monetario por parte de la Banca Central, trató de disminuir las tasas de interés pasando de una política contraccionista en 1999 a una expansionista en el año 2000.

Se desarrollaron instrumentos más avanzados de política monetaria, donde de manera simultánea se establecieron políticas contraccionistas y expansionistas a través de instrumentos como los REPOS y las OMAS.

Durante el año 2000, la junta directiva del Banco Central decidió reducir la dispersión de la franja de intervención para inducir una mayor estabilidad de la tasa interbancaria y hacer más directa la

relación entre la política monetaria y las tasas de interés de intervención. Lo anterior permite que los agregados monetarios sean determinados por las necesidades de liquidez del mercado.

BIBLIOGRAFÍA

AIZENMAN, J y LEE, J. (2005). International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence. NBER WP # 11366.

_____. (2006). International Reserves Management and the Current Account. NBER Working Paper No. 12734.

_____. (2007). Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Architecture. NBER WP 13277.

BANCO DE LA REPÚBLICA. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, octubre 1999.

_____. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Marzo 2000.

_____. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Marzo 2001.

_____. Revista del Banco de la República. Vol. LXXIV, No. 883, mayo de 2001, Colombia.

_____. Informe sobre Inflación. Septiembre 2002.

CABALLERO, Ricardo J. and PANAGEAS, Stavros. 2004. Contingent Reserves Management: An

Applied Framework. Prepared for the Central Bank of Chile's conference on "External Vulnerability and Preventive Policies," Santiago Chile, August 2004.

CONTRALORÍA GENERAL. Cuenta general del presupuesto y del Tesoro, año 1999.

COMISIÓN DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. Anuario Estadístico 1999-2000.

DI TELLA, MACCULLOCH y OSWALD (2001). Preferences over inflation and Unemployment: Evidence from Surveys of Happiness. American Economic Review

_____. 2007. Happiness, Contentment and other emotions for Central Banks. NBER WP 13622.

LEROY MILLAR, Roger y PULSINELLÍ, Robert W. Moneda y Banca. Segunda edición, pp. 37-43.

JEANNE, Olivier (2007). International Reserves in Emerging Market Countries. Too much of a good thing? Brookings papers in Economic Activity.

REVISTA DINERO. No. 87, 95, 99 año 1999 y No. 126 Año 2000.

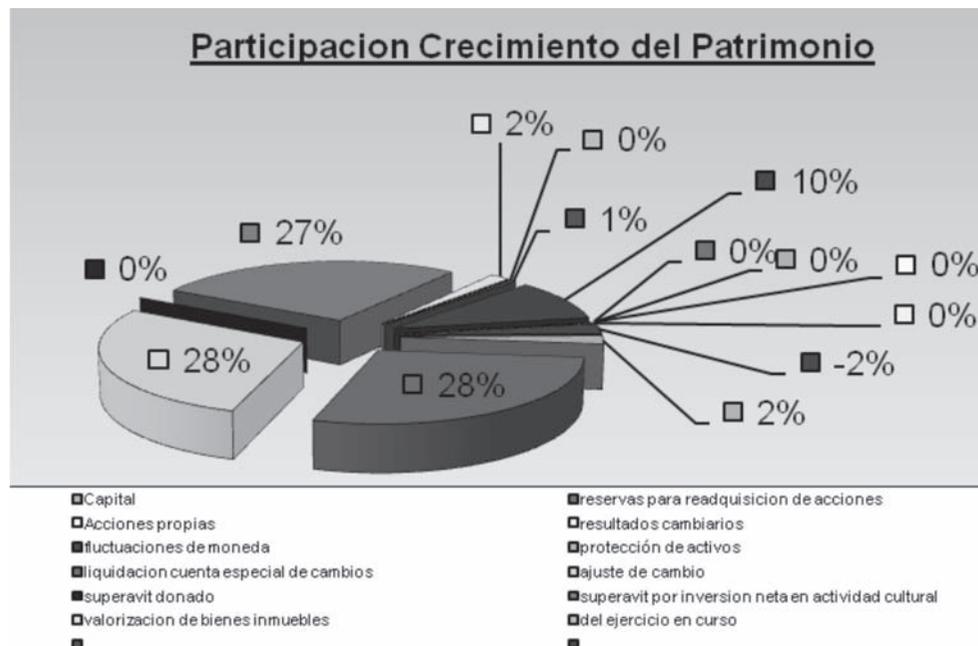
RODRIG, Dani (2006). The Social Cost Of Foreign Exchange Reserves, NBER Working Paper # 11952

Inflation: Motivation and Strategy". 13-65. University of Chicago Press.

SHILLER, Robert (1997). Why do People dislike Inflation? En: ROMER y ROMER "Reducing

WOLFERS, Justin (2003). Is business Cycle Volatility Costly? Evidence from Subjective Wellbeing. International Finance 6(1), p. 1-31.

ANEXO 1



Fuente: Banco de la República.

ANEXO 2.

Principales componentes de las Reservas Internacionales (millones de dólares)

Descripción	Diciembre 1998	Participación %	Diciembre 1999	Participación %	Diciembre 2000	Participación %
Caja	80.4	0.9	91.2	1.1	30.0	0.3
Efectivo en caja	79.9	0.9	90.2	1.1	28.5	0.3
Depósitos a la orden	0.6	0.0	1.0	0.0	1.5	0.0
Inversiones	7,524.2	86.1	7,122.0	87.9	8,083.2	89.8
Portafolio directo	5,300.5	60.6	4,395.9	54.3	5,173.0	57.5
Portafolio en administración	2,223.7	25.4	2,726.1	33.7	2,910.2	32.3
Oro	103.1	1.2	95.4	1.2	89.4	1.0
Caja	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Custodia	102.2	1.2	95.4	1.2	89.4	1.0

ANEXO 2 (cont.)

Descripción	Diciembre 1998	Participación %	Diciembre 1999	Participación %	Diciembre 2000	Participación %
Fondo Monetario Internacional	771.3	8.8	523.0	6.5	508.1	5.6
Derechos especiales de giro	196.4	2.2	131.2	1.6	135.7	1.5
Posición de reservas	574.9	6.6	391.8	4.8	372.4	4.1
Fondo Latinoamericano de Reservas	255.0	2.9	270.0	3.3	285.8	3.2
Aportes	235.0	2.7	250.0	3.1	265.8	3.0
Pesos andinos	20.0	0.2	20.0	0.2	20.0	0.2
Convenios Internacionales	6.5	0.1	1.8	0.0	9.7	0.1
Total reservas brutas	8,740.5	100.0	8,103.4	100.0	9,006.1	100.0
Pasivos a corto plazo	0.7	0.0	2.3	0.0	2.0	0.0
Organismos internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Saldo convenios internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valores por pagar compra inversiones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intereses causados sobre asignaciones FMI	0.7	0.0	2.0	0.0	2.0	0.0
Total reservas netas	8,739.8	100.0	8,101.1	100.0	9,004.1	100.0

Cifras procesadas a partir de diciembre de 1998, se incluyen como pasivos de corto plazo los intereses sobre asignaciones de derechos especiales de giro y los pasivos por administración y custodia de fondos en el exterior. Por lo tanto, el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) disminuye. *Fuente:* Banco de la República, Informe del Gerente al Congreso, marzo de 2001.

ANEXO 3.

Origen de la Base Monetaria (miles de millones de pesos)

	1999	2000	Variaciones porcentuales	Variaciones absolutas
BASE MONETARIA	9.739,6	10.710,4	10%	\$ 970,80
ACTIVOS DEL BANCO DE LA REPUBLICA				
RESERVAS INTERNACIONES DE CAJA (NETAS)	15.282,4	19.306,9	26%	\$ 4.024,50
CREDITO INTERNO NETO				
TOTAL	5.558,1	5.584,4	0%	\$ 26,30
TESORERIA	2.044,3	2.430,4	19%	\$ 386,10
RESTO SECTOR PUBLICO	5,3	4,0	-25%	-\$ 1,30
BANCOS COMERCIALES	2.462,1	1.543,3	-37%	-\$ 918,80
OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	1.147,6	1.614,5	41%	\$ 466,90
TOTAL -PASIVOS SECTOR PRIVADO	101,2	7,8	-92%	-\$ 93,40
TITULOS DE PARTICIPACION	0,0	0,0		\$ 0,00
CERTIFICADOS DE CAMBIO	0,0	0,0		\$ 0,00
OTROS PASIVOS NO MONETARIOS	101,2	7,8	-92%	-\$ 93,40
OTROS ACTIVOS NETOS SIN CLASIFICAR	864,9	1.179,3	36%	\$ 314,40
OBLIGACIONES EXTERNAS DE LARGO PLAZO	224,9	215,0	-4%	-\$ 9,90
PATRIMONIO	11.740,9	15.145,2	29%	\$ 3.404,30
Fuente: Banco de la Republica				

ANEXO 3 (cont.)

	1999	2000		
ACTIVOS	21.826,7	26.449,6	21%	\$ 4.622,90
RESERVAS INTERNACIONALES DE CAJA NETAS	15.281,6	19.306,9	26%	\$ 4.025,30
CREDITO INTERNO	6.085,4	5.967,7	-2%	-\$ 117,70
GOBIERNO NACIONAL TESORERIA	2.397,2	2.767,5	15%	\$ 370,30
RESTO DEL SECTOR PUBLICO	5,7	4,9	-14%	-\$ 0,80
CREDITO BRUTO A LOS BANCOS	2.727,7	1.560,6	-43%	-\$ 1.167,10
OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	954,8	1.634,7	71%	\$ 679,90
OTROS ACTIVOS NETOS	459,7	1.175,0	156%	\$ 715,30
Fuente: Banco de la Republica				
PASIVOS	1999	2000		
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	21.826,7	26.449,7	21%	\$ 4.623,00
TOTAL PASIVOS	10.086,1	11.304,5	12%	\$ 1.218,40
GOBIERNO NACIONAL TESORERIA	235,7	337,2	43%	\$ 101,50
RESTO DEL SECTOR PUBLICO	0,6	0,9	50%	\$ 0,30
BANCOS	3.014,0	3.074,4	2%	\$ 60,40
OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	499,2	406,5	-19%	-\$ 92,70
SECTOR PRIVADO	6.111,7	7.270,5	19%	\$ 1.158,80
OBLIGACIONES EXTERNAS DE LARGO PLAZI	224,9	215,0	-4%	-\$ 9,90
PATRIMONIO	11.740,6	15.145,2	29%	\$ 3.404,60
Fuente: Banco de la Republica				

	1999	2000		
TESORERIA				
CREDITO NETO	2.201,1	2.430,3	10%	\$ 229,20
CREDITO BRUTO	2.397,3	2.767,5	15%	\$ 370,20
CONSOLIDACION DEUDA Y TES RECIB. EN PAGO	379,2	354,4	-7%	-\$ 24,80
GARANTIA TAN	0,0	0,0		
OTROS CREDITO	12,6	15,1	20%	\$ 2,50
TES B OPERACIONES DE LIQUIDEZ	2.005,5	2.398,0	20%	\$ 392,50
PASIVOS	196,2	337,2	72%	\$ 141,00
DEPOSITOS M/N	166,8	290,2	74%	\$ 123,40
CUENTA CAJERO		2,4		\$ 2,40
OTROS	166,8	287,8	73%	\$ 121,00
TITULOS CANJEABLES	0,0	0,0		\$ 0,00
EXIGIBILIDADES EN MONEDA EXTRABJERA	29,4	47,0	60%	\$ 17,60
Fuente: Banco de la Republica				

	1999	2000		
CREDITO NETO AL RESTO DEL SECTOR PUBLICO				
CREDITO NETO	5,1	4,0	-22%	-\$ 1,10
CREDITO BRUTO	5,7	4,9	-14%	-\$ 0,80
TOTAL PASIVOS	0,6	0,9	50%	\$ 0,30
DEPOSITOS EN M/N	0,0	0,0		
DEPOSITOS EN M/E	0,0	0,0		
TITULOS CANJEABLES EN MONEDA EXTRANJERA	0,0	0,0		
TITULOS DE PARTICIPACION	0,0	0,0		
OTROS PASIVOS	0,6	0,9	50%	\$ 0,30
Fuente: Banco de la Republica				

	1999	2000		
CREDITO BRUTO A LOS BANCOS			0%	\$ 1,00
CREDITO BRUTO	2.727,6	1.560,5	-43%	-\$ 1.167,10
SUBTOTAL LINEAS DE CREDITO	652,2	17,3	-97%	-\$ 634,90
CUPOS ORDINARIOS Y EXTRAORDINARIOS	623,7	8,5	-99%	-\$ 615,20
PARA PAGO DE DEUDA EXTERNA NETA	28,5	8,8	-69%	-\$ 19,70
OPERACIONES REPO	2.058,8	1.540,2	-25%	-\$ 518,60
EN MONEDA EXTRANJERA OTROS	16,6	3,0	-82%	-\$ 13,60
Fuente: Banco de la Republica				

ANEXO 3 (cont.)

CREDITO BRUTO A OTROS INTERMEDIARIOS FINANC.	1999	2000	0%	\$ 1,00
CREDITO BRUTO	954,8	1.634,8	71%	\$ 680,00
CORPORACIONES FINANCIERAS SUB TOTAL	198,5	286,4	44%	\$ 87,90
CON RECURSOS DEL BANCO DE LA REPUBLICA	151,0	185,1	23%	\$ 34,10
CON RECURSOS DE FONDOS FINANCIEROS	0,0	0,0		
OTROS CUPOS	47,5	101,3	113%	\$ 53,80
BANCOLDEX	0,0	0,0		
FONDO DE GARANTIAS DE INSTITUCIONES FINANC.	0,0	496,2		\$ 496,20
OTROS	756,3	852,2	13%	\$ 95,90
Tabla 2,6				
PASIVOS CON EL SECTOR PRIVADO	1999	2000		
SUBTOTAL NO MONETARIOS	100,6	7,8	-92%	-\$ 92,80
OMA DE CONTRACCION	0,0	0,0		
TITULOS CANJEABLES	0,0	0,0		
CERTIFICADOS DE CAMBIO	0,0	0,8		\$ 0,80
OTROS	100,6	7,0	-93%	-\$ 93,60
Fuente: Banco de la Republica				
Tabla 2,9				
RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	1999	2000		
total	15.170,5	19.688,0	30%	\$ 4.517,47
Caja	168,9	62,4	-63%	-\$ 106,48
Bancos	1,8	3,2	76%	\$ 1,39
Inversiones negociables	7.925,1	10.708,7	35%	\$ 2.783,57
Portafolio en administración	5.103,6	6.362,3	25%	\$ 1.258,65
Cuentas por cobrar en operaciones de reservas int	305,4	600,3	97%	\$ 294,86
Oro	178,6	195,5	9%	\$ 16,88
Derechos especiales de giro	245,7	296,6	21%	\$ 50,90
Pesos Andinos	37,4	43,8	17%	\$ 6,36
Posicion de reservas FMI	733,5	814,0	11%	\$ 80,46
Fondo latinoamericano	468,0	580,1	24%	\$ 112,07
Convenios internacionales	3,3	21,1	543%	\$ 17,85

