



**INFORME TRIMESTRAL DE  
PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS Y FINANCIERAS  
OCTUBRE - DICIEMBRE 2001  
“ LAS TASAS DE INTERES Y LA REACTIVACION”**

Al finalizar el tercer trimestre de 2001 la economía colombiana continúa presentando un preocupante deterioro en los principales indicadores de su ritmo de actividad económica. Ante este panorama, logros como la reducción del déficit fiscal, la caída en el nivel de la tasa de interés y la relativa estabilidad en el mercado cambiario parecen insuficientes para lograr reactivar el consumo y la inversión de la economía. Por lo tanto, el papel de las autoridades económicas en la actual coyuntura se ha convertido en tema de debate, y desde distintos frentes se han realizado propuestas de medidas de política económica para impulsar una reactivación sólida de la economía colombiana. Específicamente el papel de la autoridad monetaria, duramente enjuiciada por diversos analistas por su actuación en la recesión de 1999, se ha convertido en el centro de esta discusión.

Al igual que en Estados Unidos, en Colombia los signos de desaceleración del ritmo de actividad económica han sido respondidos con sucesivas reducciones de las tasas de interés de intervención del Banco Central. Sin embargo, los indicadores de actividad económica siguen mostrando que la demanda interna no reacciona y las expectativas de los agentes sobre el futuro de la economía son cada vez más pesimistas.

¿Qué ha sucedido entonces con los efectos de las políticas adoptadas por el Banco de la República? Aunque aún es pronto para

ofrecer respuestas definitivas, consideramos necesario abordar la discusión de este tema, especialmente cuando el deterioro de variables como la tasa de desempleo parece no detenerse y todas las medidas parecen insuficientes.

## **1. Antecedentes**

El tercer trimestre del año 2001 confirmó que la economía colombiana no ha logrado recuperar su ritmo de crecimiento histórico, y que este año el producto no logrará crecer ni siquiera a la tasa de 2000.

A pesar de los esfuerzos de las autoridades económicas por recuperar la estabilidad en los mercados locales, controlar la inflación y recuperar la confianza en los mercados internacionales, las perspectivas para los próximos meses no son positivas.

En este escenario, el cumplimiento de las metas para el último año del acuerdo firmado por el Gobierno Nacional con el FMI parecen difíciles de conseguir y de hecho la renegociación de algunas de ellas se ha convertido en tarea de las autoridades económicas locales.

Por lo pronto, los mercados aún mantienen la calma ante las expectativas de la renegociación de metas. Sin embargo, esto difícilmente podrá mantenerse si la tasa de crecimiento de la economía sigue cayendo.

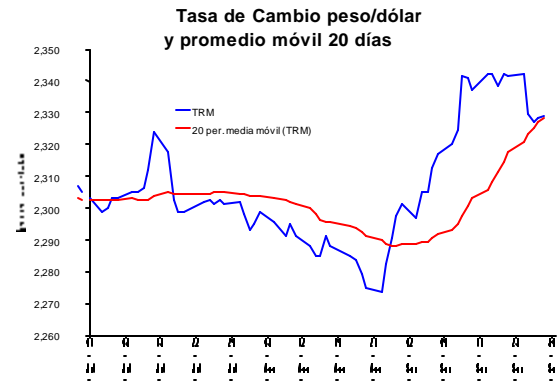


## 1.1 Mercado Cambiario

### 1.1.1 Tasa de cambio Spot peso/dólar

Durante el tercer trimestre del año, la tasa de cambio presentó tres tendencias diferentes claramente identificables. En la mayor parte de julio, con excepción de un episodio donde la tasa de cambio sobrepasó los 2,320 pesos por dólar debido al efecto Argentina y al rumor sobre la baja en las tasas de intervención del Banco de la República, la TRM continuó con el comportamiento estable que había presentado en el trimestre anterior, situándose alrededor de los 2,300 pesos por dólar. Para el mes de agosto, la TRM empezó con una tendencia revaluacionista que la ubicó incluso a niveles cercanos a los 2,270 pesos por dólar. Sin embargo, desde finales de agosto y durante casi todo el mes de septiembre, el tipo de cambio nominal se caracterizó por una tendencia claramente devaluacionista, que lo llevó incluso a cotizaciones cercanas a los 2,340 pesos por dólar. Este cambio de tendencia coincidió con el anuncio, por parte del Banco de la República, de las medidas para irrigar liquidez al mercado durante la temporada de final de año. Estas medidas incluían el aumento de los montos a subastar de las opciones *put*, los cuales pasaron de 30 millones de dólares a 80 millones de dólares para los cuatro últimos meses del año. Un mayor cupo de este tipo de opciones le pone un piso a la tasa de cambio, ya que el Banco de la República se convierte en comprador de un monto importante a un precio (TRM vigente en el día) superior al del mercado. Lo anterior implicó que la tasa de cambio se encaminara en una tendencia devaluacionista.

En términos generales, la devaluación durante el tercer trimestre del año fue de 1.45%, producto de una TRM a comienzos de julio de 2,298.85 pesos por dólar y de 2,332.19 pesos por dólar al finalizar septiembre. Con este último dato, la devaluación año corrido al cierre del tercer trimestre fue de 4.62% y de 5.44% para el indicador 12 meses.



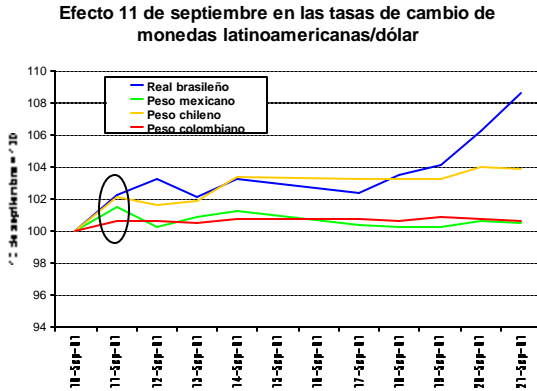
Fuente: Banco de la República

Uno de los hechos que más afectó el mercado cambiario durante el tercer trimestre fue el ataque terrorista contra Estados Unidos del 11 de septiembre. Lo hizo de dos maneras: la primera, en el muy corto plazo, con un comportamiento especulativo por parte de algunos operadores financieros, y la segunda en las perspectivas de la economía no sólo nacional sino mundial.

El efecto inmediato en el mercado cambiario se puede apreciar en la alta volatilidad de la cotización para ese día. En un primer momento el mercado parecía no tener claridad sobre cómo debía reaccionar ante estos eventos, ya que en las horas de la mañana se alcanzaron a demandar dólares a tasas por encima de los 2,370 pesos por dólar. Sin embargo, al finalizar el día la cotización se corrigió a la baja y se ubicó cerca de los 2,340 pesos por dólar.

De otra parte, en los mercados internacionales el dólar perdía valor frente a monedas fuertes como el euro y el yen, mientras que monedas latinoamericanas como el real brasileño y el peso chileno sufrían importantes devaluaciones con respecto a la moneda norteamericana.

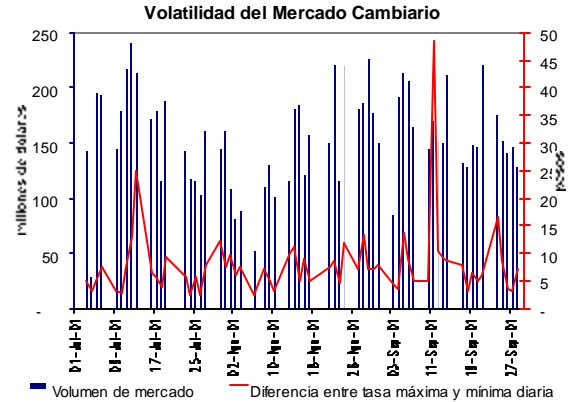
El efecto del 11 de septiembre sobre el valor de algunas monedas latinoamericanas en los días siguientes se puede apreciar en el siguiente gráfico, donde se toma el día anterior como base igual a 100.



En la gráfica se puede observar la tendencia devaluacionista tanto del real brasileño como del peso chileno, producto no sólo del efecto 11 de septiembre, sino principalmente de la tendencia que estas monedas han tenido en los últimos meses. Por otro lado, el peso mexicano y el colombiano se mantuvieron estables en los días siguientes al 11 de septiembre.

En síntesis, el mercado cambiario colombiano sintió el efecto 11 de septiembre a través de la volatilidad en el mercado durante ese día, producto del comportamiento especulativo de algunos agentes. Sin embargo, en los días siguientes hubo una calma relativa en el mercado de divisas, a pesar de la incertidumbre mundial sobre las acciones de Estados Unidos frente a los ataques.

La volatilidad del mercado cambiario, entendida como la diferencia entre la tasa máxima y mínima en un día, durante el tercer trimestre del año se mantuvo en los niveles observados en el trimestre anterior. Es decir, pocas veces sobrepasó los 15 pesos, siendo el 11 de septiembre el episodio más volátil del periodo. Inclusive, en los días posteriores al 11 de septiembre se mantuvo la tendencia poco volátil de las semanas anteriores.



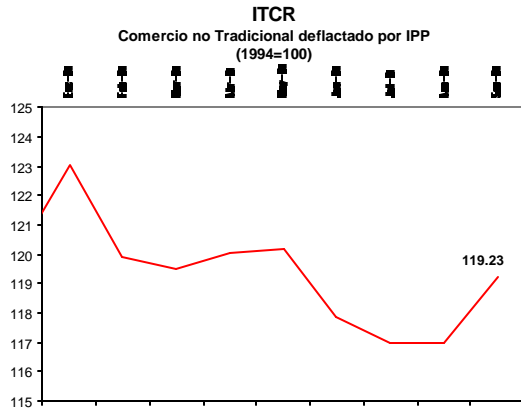
Fuente: Mercado Interbancario de Divisas

Con respecto a los montos transados, estos no presentaron ningún patrón especial durante el tercer trimestre del año. El promedio transado durante este trimestre fue de 154.5 millones de dólares, con un mínimo de 28 millones de dólares y un máximo de 240.5 millones de dólares.

### 1.1.2 Tasa de cambio real y comercio

La tendencia devaluacionista con que cerró el tipo de cambio nominal el tercer trimestre también se reflejó en el índice de tasa de cambio real (ITCR). El proceso de revaluación real del peso durante el anterior trimestre tocó fondo durante los meses de julio y agosto, al punto de ubicar el ITCR levemente por debajo de los 117 puntos para éstos meses. Esto implicó una revaluación real 12 meses del Peso de 3.2% al cierre de agosto de 2001. Sin embargo, en el mes de septiembre la tendencia revaluacionista se revirtió, llevando el ITCR a un nivel de 119.23 puntos al cierre del tercer trimestre, lo que implica una devaluación real 12 meses de 0.4%.

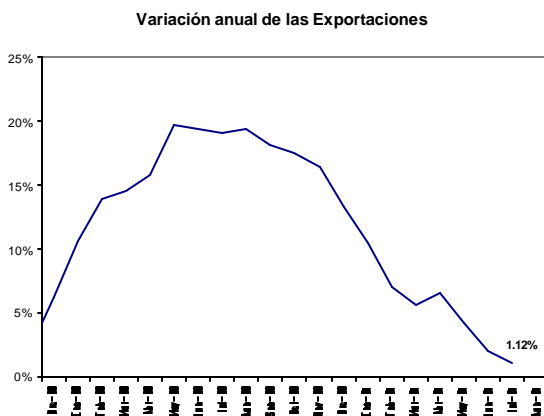




Fuente: Banco de la República

Mantener la tendencia devaluacionista con que el peso cerró el tercer trimestre es muy importante para que el ritmo de crecimiento de las exportaciones no se deteriore aún más, ya que en los últimos meses éste se ha venido desacelerando.

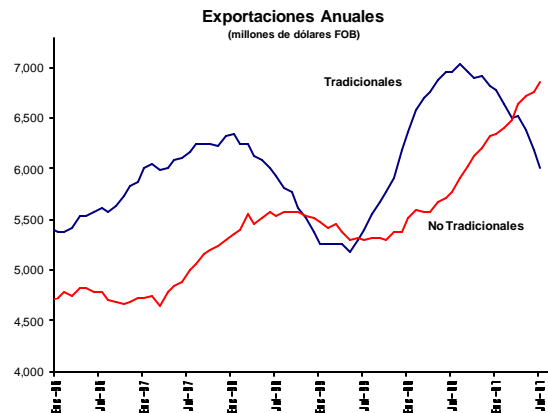
La desaceleración de las exportaciones ha sido especialmente importante en las exportaciones tradicionales, principalmente por la disminución de la producción petrolera y la crisis que atraviesa la industria cafetera. Durante el periodo de enero a julio, las exportaciones totales alcanzaron un nivel de 7,125 millones de dólares, mientras que para el mismo periodo del año 2000 las exportaciones alcanzaron los 7,382 millones de dólares. Esto implica un decrecimiento de 3.4% para el periodo enero-julio. Para la cifra 12 meses, el crecimiento respecto al año anterior es de solamente 1.07%.



Fuente: Banco de la República

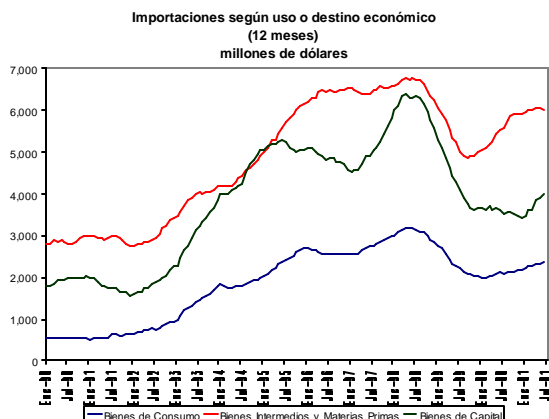
Para el periodo enero-julio de 2001, las exportaciones de café alcanzaron los 425.4 millones de dólares, lo que implica un decrecimiento de 27.82% con respecto al mismo periodo del año anterior. En cuanto al petróleo, las exportaciones de este producto decrecieron un 33.22% al pasar de 2,695 millones de dólares entre enero y julio del 2000 a 1,799 millones de dólares para este año. En total, las exportaciones tradicionales sumaron 3,145 millones de dólares entre enero y julio de 2001, lo que se traduce en un decrecimiento del 20.2% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Por su parte, las exportaciones no tradicionales aumentaron un 15.64% para el mismo periodo, llegando a 3,980 millones de dólares.



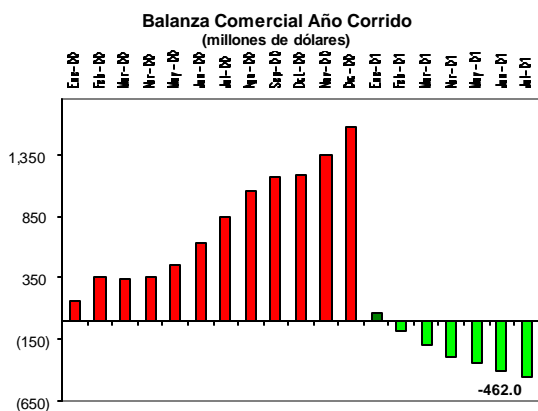
Fuente: Banco de la República

De otra parte, las importaciones durante los siete primeros meses del año alcanzaron un valor de 7,587 millones de dólares, lo que representa un incremento del 15.9% con respecto al valor del mismo periodo del año anterior.



Fuente: Banco de la República

La desaceleración de las exportaciones y el repunte de las importaciones en lo corrido del año han llevado la balanza comercial a un nivel deficitario de 462 millones de dólares para el periodo comprendido entre enero y julio del presente año.



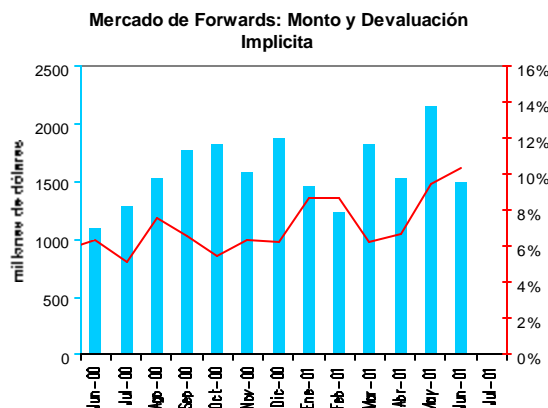
Fuente: Banco de la República

La situación del comercio exterior durante este año se convierte en una presión al alza importante para el mercado cambiario en lo que resta de 2001, debido a que es éste uno de los principales generadores de divisas. Tener saldos deficitarios en la balanza comercial conlleva una salida neta divisas que debe ser compensada por la cuenta de capitales, lo cual puede implicar costos financieros altos si las condiciones para acceder a los mercados internacionales no son las mejores.

### 1.1.3 Mercado de Forwards

Las últimas cifras disponibles de contratos *forward* publicadas por el Banco de la República para el primer semestre del año, muestran que durante el mes de mayo se presentó un incremento importante en el monto de contratos *forward* transados, debido principalmente a la tendencia alcista de la tasa de cambio durante este mes. En ese mes, la tasa de cambio alcanzó niveles por encima de los 2,370 pesos por dólar lo que llevó el monto negociado de contratos *forward* a los 2,147 millones de dólares, casi el doble del monto negociado en febrero, cuando se presentó el menor monto de contratos de este tipo según la información disponible. La devaluación implícita para mayo fue de 9.51%, reflejando el cambio de expectativas de los agentes si se tiene en cuenta que la devaluación implícita para el mes anterior fue de 6.74%.

De otra parte, la tendencia bajista y estable de la tasa de cambio durante el mes de junio repercutió en el monto de contratos *forward* para este mes, ubicándolo en 1,496 millones de dólares. Sin embargo, la devaluación implícita para este periodo se incrementó, situándose en 10.35%.



Fuente: Banco de la República

La composición por plazos de este tipo de contratos sigue manteniendo el mismo patrón de periodos anteriores. La mayor parte de los contratos *forward* se concentra en los plazos



menores a 35 días, dejando para los plazos mayores cerca del 30% del total. Sin embargo, dentro de los plazos menores de 35 días se ha presentado una tendencia hacia los contratos *forward* ubicados en el rango de 15 a 35 días, los cuales representan cerca del 50% del total de contratos pactados.

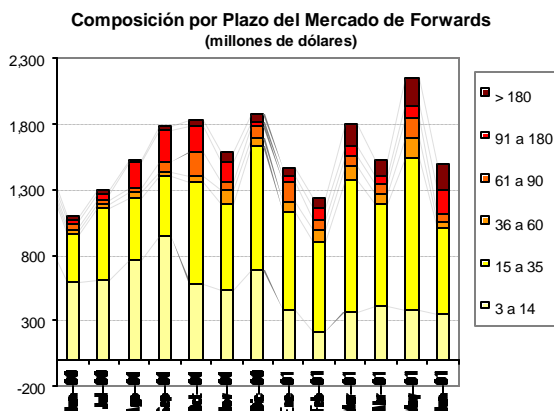
La tendencia alcista del mercado *spot* en el tercer trimestre seguramente se reflejará en un leve aumento de las devaluaciones implícitas, especialmente en los plazos cortos.

### 1.1.4 Intervención cambiaria.

Durante el tercer trimestre de 2001, el Banco de la República realizó tres subastas de opciones *put* para acumulación de reservas por 30 millones de dólares en julio, 80 millones de dólares en agosto y 100 millones de dólares en septiembre. En total durante el trimestre se ejercieron 48.5 millones de dólares, de los cuales 30 millones de dólares se ejercieron en julio y 18.5 millones de dólares en septiembre.

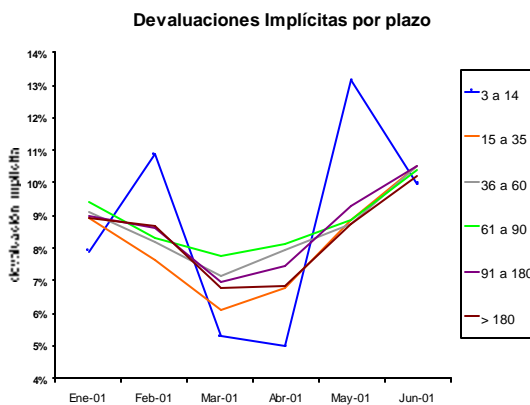
A partir de agosto empezaron a regir los nuevos cupos para la subasta de opciones *put*, como mecanismo no sólo cambiario sino también con el fin de irrigar liquidez adicional para el periodo de fin de año. En principio, el cupo de este tipo de subastas pasó de 30 millones de dólares a 80 millones de dólares. Sin embargo, dado que las opciones subastadas para agosto no se ejercieron, el Emisor decidió aumentar a 100 millones de dólares el cupo de la subasta de este instrumento para septiembre.

Dado que la condición para ejercer las opciones es que la TRM del día esté por debajo de su promedio móvil de 20 días, la prima de corte de estas subastas de opciones *put* se ha convertido en un indicador de las expectativas de devaluación de los agentes para el mes en que pueden ejercerse las opciones. Para el mes de julio, por ejemplo, la prima de corte se incrementó hasta los 10,200 pesos por cada mil dólares, lo que mostró unas expectativas revaloristas para ese mes específicamente. A pesar de la alta prima pagada en esa ocasión, la totalidad de opciones subastadas para este mes se ejerció, lo que indica que las expectativas de revaluación de los agentes se cumplieron, justificando la decisión de pagar un alto precio por las opciones.

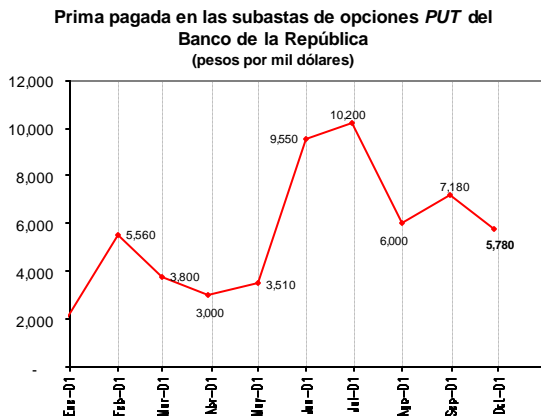


Fuente: Banco de la República

Al revisar las devaluaciones implícitas discriminadas por plazo, se observa como el plazo más corto (3 a 15 días) presenta la mayor volatilidad para todos los meses, mientras los plazos por encima de 15 días no fluctuaron de manera significativa. En la gráfica se puede observar cómo para el mes de junio las devaluaciones implícitas de los contratos *forward* para todos los plazos se ubicaron alrededor del 10%.



Fuente: Banco de la República



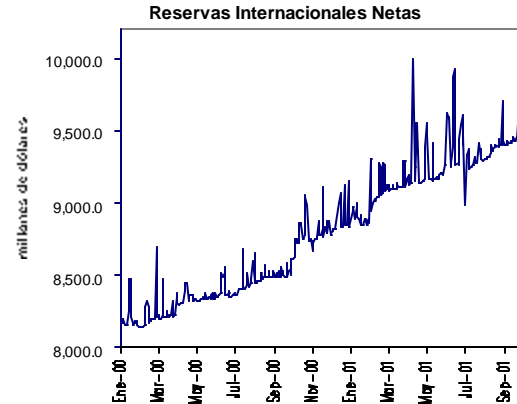
Fuente: Banco de la República

Para los meses de agosto y septiembre, la prima pagada por las opciones se ubicó en 6,000 y 7,180 pesos por cada mil dólares, respectivamente. Esto nos lleva a pensar que los agentes no tenían expectativas de una revaluación importante, lo que se tradujo en que sólo 18.5 millones de dólares fueran ejercidos de un total de 180 millones de dólares para los dos meses.

Por último, la prima pagada para ejercer las opciones durante el mes de octubre se situó en 5,780 pesos, implicando expectativas de devaluación para el mes de octubre con respecto a los meses anteriores.

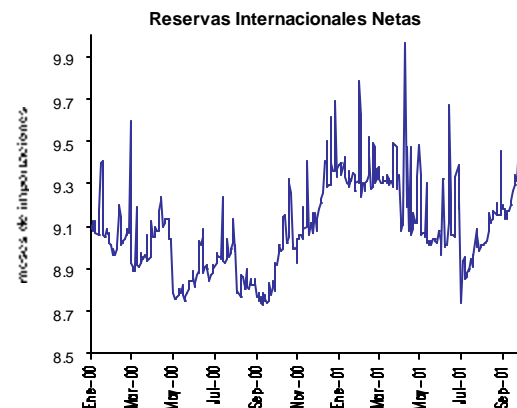
### 1.1.5 Reservas Internacionales

Para el tercer trimestre del año, las reservas internacionales netas ajustadas se incrementaron en 124 millones de dólares, al pasar de 9,326 millones de dólares al comienzo de julio a 9,450 millones de dólares al cerrar septiembre.



Fuente: Banco de la República

Al revisar las reservas internacionales en términos de meses de importaciones para el último trimestre, se observa un importante incremento que las ubica alrededor de 9.3 meses de importaciones (tomando el dato de importaciones 12 meses de julio de 2001).



Fuente: Banco de la República

La meta indicativa para las Reservas Internacional del programa de ajuste con el FMI, que para el 30 de septiembre se ubica en 9,060 como mínimo, se cumplió en exceso por cerca de 400 millones de dólares. Es posible que para el último trimestre del año el Banco de la República siga acumulando reservas internacionales, a pesar de haber cumplido incluso con la meta para el 31 de diciembre de este año, debido al aumento en el cupo de opciones *put*.

## 1.2 Mercado Monetario

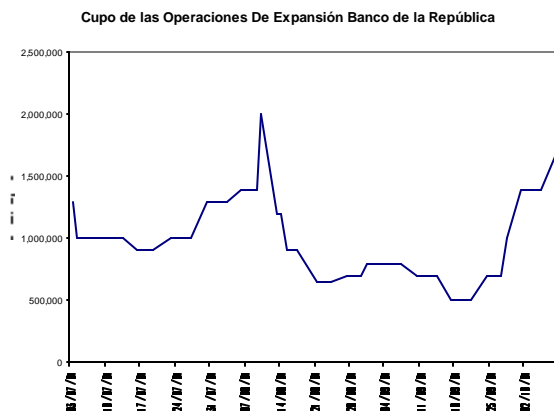


Desde junio, la amplia liquidez existente en el mercado y la contracción de la cartera de créditos del sistema financiero han provocado una reducción generalizada en las distintas tasas de interés de la economía.

En este escenario, las medidas adoptadas por el Banco de la República para reducir el costo de los recursos en la economía como la reducción de sus tasas de intervención y la ampliación del cupo de expansión a un día, han surgido como respuesta a los diferentes signos de desaceleración de la economía y al buen comportamiento de la inflación en lo corrido del año.

### 1.2.1 Liquidez

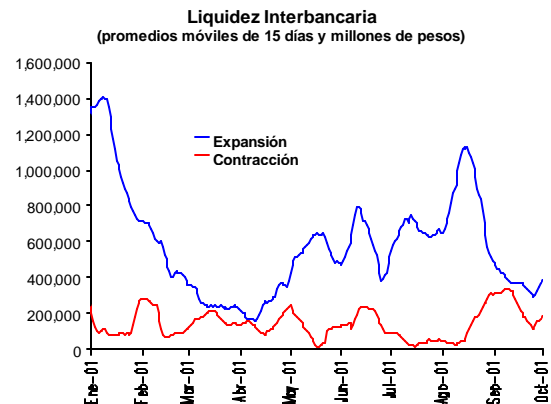
La decisión del Banco de la República de mantener un nivel amplio de liquidez en el mercado se reflejó en la reducción en tres ocasiones a lo largo del trimestre de sus tasas de intervención en el mercado monetario (de 11.5% E.A. al inicio de julio a 9.5% E.A. al cierre de septiembre) y en el mantenimiento de un cupo de liquidez lo suficientemente amplio para que las operaciones de expansión se hicieran siempre a la tasa mínima. Por lo tanto, el cupo de las operaciones de expansión del Banco de la República cambió constantemente a lo largo del trimestre llegando a un máximo de 2 billones de pesos y a un mínimo de 500 mil millones de pesos.



Fuente: Banco de la República

La demanda por recursos por parte de los agentes del sistema llegó a sus niveles máximos a mediados de agosto cuando se acercó a los 1.4 billones de pesos. Como ya se mencionó, esto llevó al Banco de la República a incrementar el cupo de las subastas de expansión con el fin de que la tasa de colocación de los recursos no superara su nivel mínimo.

A partir de agosto, la demanda por recursos al Banco de la República ha venido reduciéndose. De igual forma el saldo de las operaciones de contracción ha venido incrementándose.



Fuente: Banco de la República

Sin embargo, es necesario advertir que la reducción en la expansión neta del Banco de la República en el mes de septiembre, resultado de la caída en el saldo de las operaciones de expansión y el incremento en el de las de contracción, no se debe a un cambio en la política de intervención del Banco. De hecho las tasas de las operaciones de contracción se encuentran en 8.5% E.A. para las operaciones por subasta y en 7.0% E.A. (tasa real negativa) para las operaciones por ventanilla. Esto indica que el incremento del saldo de las operaciones de contracción se explica por un exceso de recursos en el mercado que conduce a las entidades a llevar dichos recursos al Banco de la República a pesar de las bajas tasas que éste reconoce.





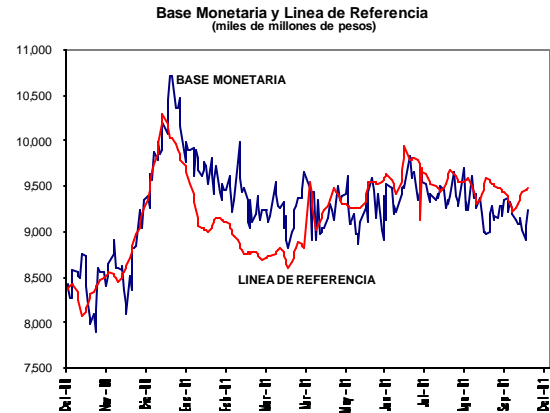
Para el último trimestre del año, el Banco de la República ha dispuesto tres mecanismos para responder al incremento estacional en la demanda por dinero en esta época del año.

- Compra definitiva de títulos de deuda pública por 100 mil millones de pesos.
- Compra de reservas internacionales entre septiembre y diciembre mediante el mecanismo de opciones *put* por un monto no superior a los 320 millones de dólares.
- Repos por 1.2 billones de pesos.

Es importante notar que los dos primeros mecanismos señalados corresponden a inyección permanente de recursos, mientras la tercera es inyección transitoria.

En caso que la evolución del mercado cambiario no permita a los agentes tenedores de las opciones ejercerlas (estas opciones cuentan con una condición para su ejercicio<sup>1</sup>), el Banco de la República incrementará el monto de compras definitivas de títulos de deuda pública.

La adopción de estas políticas de expansión se presenta en un contexto en el cual la Base Monetaria completa casi un mes por debajo de su línea de referencia. Aunque el Banco de la República ha insistido en diversas oportunidades que esta línea de referencia se usa sólo como una herramienta de análisis y que por lo tanto una desviación de la Base Monetaria no implica que se vayan a tomar medidas para regresar el agregado al nivel de la línea, sí muestra cómo existe un espacio para el incremento de la cantidad de dinero en la economía sin entrar en contradicción con los distintos objetivos de política del Banco Central.

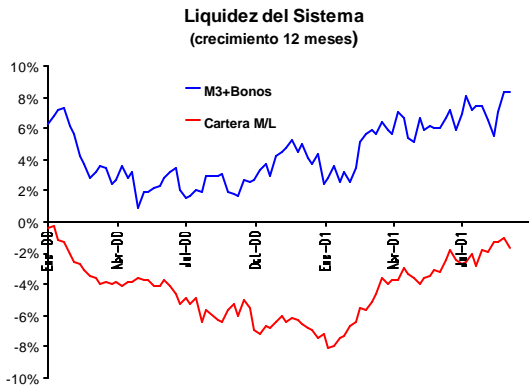


Fuente: Banco de la República

A pesar de que como se observa en el gráfico el nivel de la Base Monetaria al cierre de septiembre era inferior en cerca de 430 mil millones de pesos a su nivel de referencia, este hecho no se ha traducido en un incremento del costo del dinero gracias a la contracción de la cartera de crédito del sistema financiero. Al cierre de septiembre la cartera era inferior en un 9% en términos reales al saldo de cartera en el mismo mes de 2000.

Sin embargo, es necesario advertir que a lo largo de 2001 la tasa de contracción anual de la cartera del sistema financiero, que llegó a ser de 8% en términos nominales al inicio del año, ha venido reduciéndose. Adicionalmente, como se menciona más adelante, la contracción se explica principalmente por la caída de la cartera hipotecaria, mientras la de consumo y la comercial ya exhiben tasas de crecimiento positivas.

<sup>1</sup> Ver Sección 1.1.4

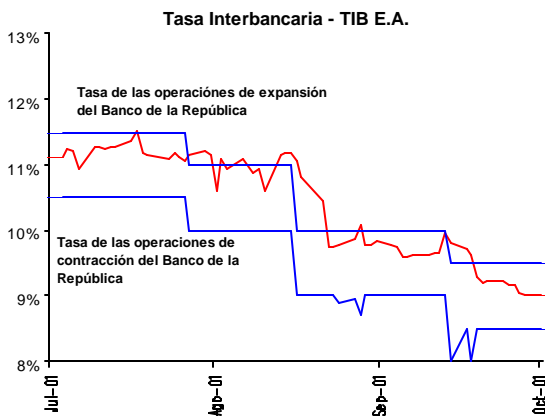


Fuente: Banco de la República

### 1.2.2 La tasa interbancaria

Como consecuencia de las sucesivas reducciones de las tasas de intervención del Banco de la República, la tasa interbancaria (TIB) cayó a lo largo del trimestre de un nivel de 11.1% E.A. al cierre de junio a 9.0% E.A. al finalizar septiembre.

Como se observa en la gráfica, la TIB se ubica al interior de la banda definida por la tasa máxima y mínima de intervención del Banco de la República.

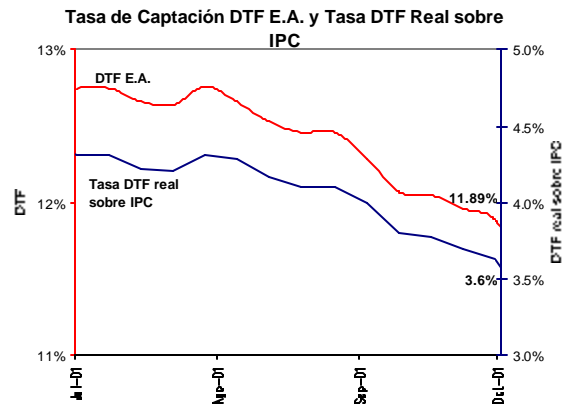


Fuente: Banco de la República

En la medida en que no se presenten cambios en las tasas de intervención del Banco de la República o en su política de irrigar toda la liquidez demandada por el mercado a la tasa mínima de intervención, no creemos que la TIB vaya a modificar sustancialmente su nivel de aquí a final de año.

### 1.2.3 La DTF

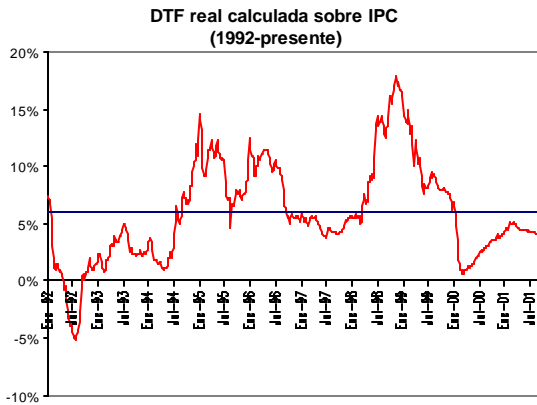
La DTF cayó a lo largo del trimestre en 76 pbs al pasar de 12.65% E.A. al cierre de junio a 11.89% E.A. al finalizar septiembre. En términos reales (sobre IPC) esto implicó una caída de 4.4% a 3.6% en el mismo período.



Fuente: Banco de la República

A pesar de que la reducción de la DTF ha sido importante tanto en términos nominales como en términos reales, este proceso ha sido paulatino y los cambios de la DTF de una semana a otra no han sido pronunciados. De hecho, el mayor cambio en el nivel de la DTF de una semana a otra en este período fue de 22 pbs.

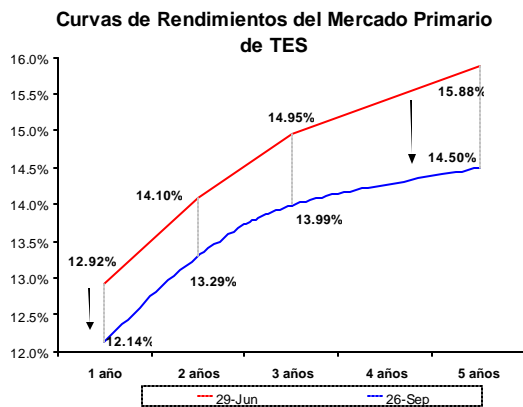
A pesar de que la caída en la DTF real a lo largo del trimestre la ubica muy por debajo de su promedio histórico (alrededor de 6%), ésta se encuentra en niveles superiores a los de un año atrás. Sin embargo, no creemos que sea sostenible en el largo plazo una DTF real en niveles tan bajos respecto a su nivel de largo plazo. Aunque la amplia liquidez del mercado y las medidas del Banco de la República lograron revertir en 2001 el proceso de incremento de la DTF real observado en 2000, nuevas reducciones en su nivel real podrían provenir de cambios en las tasas de intervención del Banco de la República.



### 1.2.4 TES

Después de la operación de canje de deuda interna llevada a cabo por el Gobierno Nacional en el mes de junio, y gracias a la amplia liquidez existente en el mercado, el costo de la deuda pública presentó una reducción sensible a lo largo del trimestre en sus distintos plazos.

En la gráfica, se observa como la curva de rendimiento del mercado primario de TES se desplazó hacia abajo entre 80 y 130 pbs en sus diferentes plazos.

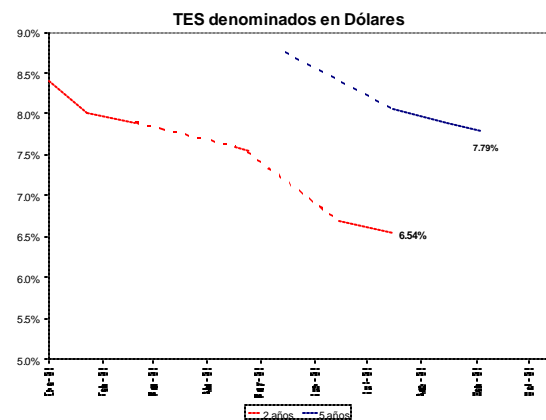


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Adicionalmente, y con el objeto de sacar provecho de las bajas tasas del mercado, la Dirección General de Crédito Público introdujo nuevas referencias de TES a plazos mayores. El 22 de agosto se colocó en el mercado por primera vez TES por subasta denominados en pesos a tasa fija a un plazo

de 7 años. También en agosto se colocaron por primera vez TES denominados en UVR a un plazo de 10 años (sólo existían TES - UVR a 5 y 7 años), y anteriormente, en julio, se habían introducido al mercado TES denominados en dólares a 5 años.

Al igual que los TES denominados en pesos, las tasas de colocación de los TES denominados en dólares cayeron a lo largo del trimestre. Tanto para el título de 7 años como para el de 5 años, la última tasa de colocación ha sido la más baja del año. Esta reducción se ha dado también por las mayores expectativas de devaluación del mercado que lleva a los agentes a exigir una menor tasa a los títulos denominados en dólares.

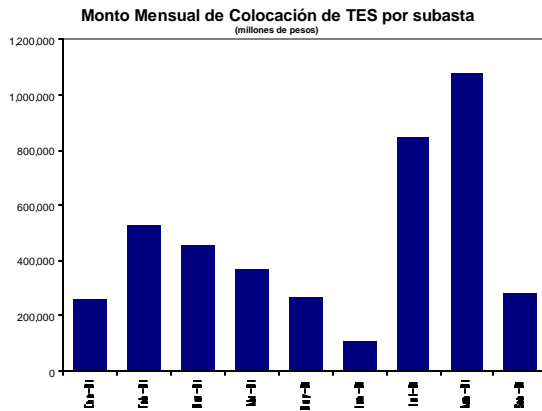


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Además de la introducción de nuevos títulos en el mercado, las buenas condiciones para la colocación de títulos de deuda pública permitieron al Gobierno Nacional adelantar parte importante de su plan de financiamiento interno a lo largo del trimestre. En los meses de julio y agosto, la Dirección General de Crédito Público colocó más de 1.8 billones de pesos, siendo los meses de mayores colocaciones de TES en lo corrido del año. De esta forma, al cerrar septiembre, se habían colocado por subasta más de 4 billones de pesos en TES, lo que hace que para el trimestre final sólo resten por colocar alrededor de 600 mil millones de pesos para



alcanzar la meta anunciada por el Gobierno Nacional a comienzos de 2001.



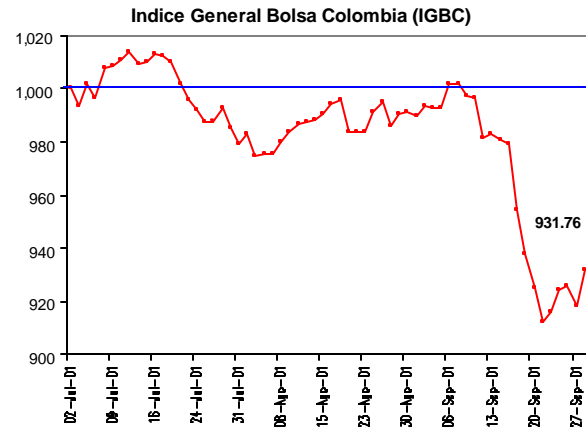
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Sin embargo, para el cierre del año es posible que las necesidades de financiamiento externo del Gobierno Nacional se incrementen ya que la meta de déficit del Sector Público Consolidado se ha incrementado de 2.8% del PIB a 3.3% del PIB.

Aunque este mayor déficit podría financiarse con recursos de deuda externa, creemos que el temor a inducir una mayor revaluación del peso llevará al Gobierno Nacional a buscar recursos en el mercado local y no sólo a traer recursos externos. En la sección correspondiente al Sector Público se profundiza sobre el tema de las colocaciones de TES para lo que resta del año.

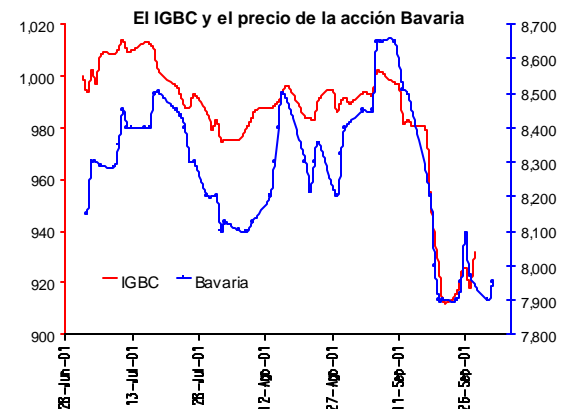
### 1.3 Mercado de Renta Variable

En el pasado trimestre el mercado accionario presentó una fuerte caída en los precios de la mayoría de las acciones de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Hasta el 11 de septiembre la situación ya era preocupante porque pasados dos meses y medio del inicio de operaciones de la nueva bolsa, el Índice de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) había estado la mayor parte del tiempo por debajo del nivel base (julio 3 de 2001 = 1000). El nivel promedio del índice hasta esa fecha era de 993.86 puntos.



Fuente: BVC.

Luego de los atentados a Estados Unidos, el IGBC se desplomó hasta un mínimo de 912.54 puntos el día 21 de septiembre. De allí en adelante y hasta el final del trimestre, el índice se recuperó levemente permaneciendo en niveles cercanos a los 930 puntos, un nivel muy lejano aún del nivel base. De esta manera, al cierre del trimestre el IGBC se ubicó en niveles superiores al nivel base en menos del 25% de las jornadas de transacción de la bolsa, cerrando en 931.76 puntos, lo que representa un decrecimiento de 6.82% en el trimestre.

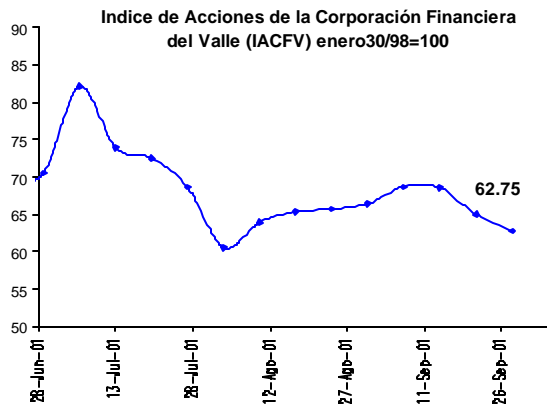


Fuente: Reuters. Cálculos Corfivalle.

La caída que tuvo el IGBC luego de los atentados del 11 de septiembre fue semejante en todas las bolsas del mundo. En Colombia este hecho también estuvo relacionado con la caída en el precio de la acción de Bavaria que



representa cerca del 40% del valor de este índice. Aunque el precio de esta acción cayó 8.9% entre el 11 de septiembre y el final del trimestre, este comportamiento no es resultado de la situación mundial en el mercado de acciones, sino del anuncio del cierre de 7 de las 15 plantas de la empresa y el despido de un 12% de la nómina de empleados. Dichos anuncios, a pesar de ser parte del proceso de reorganización interna de la compañía, fueron tomados por el mercado como una muestra de que la compañía tiene dificultades financieras y requiere reducir costos.



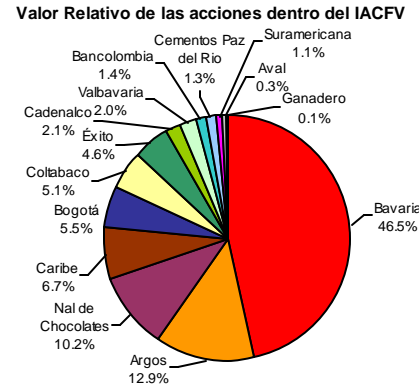
Fuente: Corfivalle.

Por su parte, el Índice de Acciones de la Corporación Financiera del Valle (IACFV) también tuvo una caída bastante pronunciada. A lo largo del trimestre se redujo en 9.77%, terminando en un nivel de 62.75. La acción de Bavaria pasó a representar un menor porcentaje del valor del índice respecto al inicio del trimestre (pasó de 46.5% al comienzo del trimestre a 16.6% al final del trimestre), mientras otras acciones pasaron a tener mayor participación y se valorizaron de manera importante como es el caso del Banco de Bogotá y Almacenes Éxito.

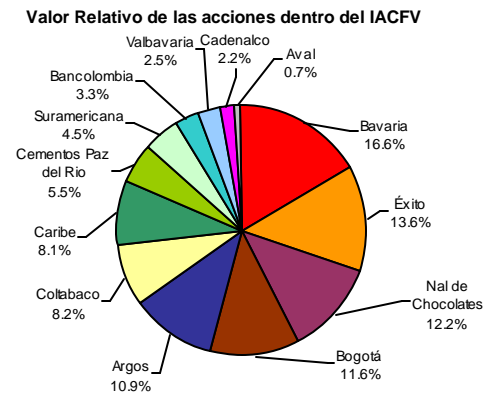
Es importante mencionar que a lo largo del trimestre la acción del Banco Ganadero salió de la canasta de acciones del IACFV por haber dejado de pertenecer al grupo de acciones de alta bursatilidad, según

clasificación de la Superintendencia de Valores, por tres meses consecutivos.

### Valor relativo de las acciones dentro del IACFV julio/2001



### Valor relativo de las acciones dentro del IACFV septiembre/2001



Fuente: Corfivalle

Dentro de la canasta de acciones que conforma el IACFV, más del 70% presentó una reducción de su precio en el trimestre pasado. La acción con la caída más fuerte fue la de Valbavaria con una reducción de 41.9%. Esta caída se relacionó con los problemas del periódico El Espectador, Cofinorte y la aerolínea Avianca, empresas que hacen parte de este grupo empresarial. Valbavaria también ha sido afectada por el comportamiento de la acción de Bavaria, que presentó una reducción de 1.6% en el trimestre.

Otra acción que se redujo notoriamente en el trimestre fue la de Cadenalco con una caída del 26%. Esto obedeció a la fusión de esta



empresa con Almacenes Éxito que se realizará próximamente. En la medida en que la acción de Cadenalco desaparecerá del mercado, se ha reducido la demanda por esta acción mientras que lo contrario ocurrió con la del Éxito. Otras acciones con reducciones importantes fueron la de Cementos Argos con 17.5% y la de la Nacional de Chocolates con 13.28%.

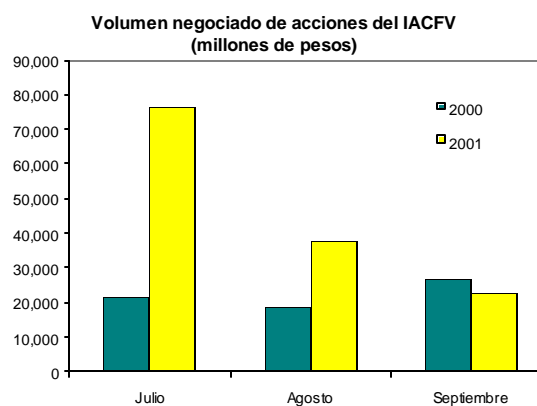
Dentro de las acciones que presentaron alzas en sus precios se destaca la del Banco de Bogotá, con un incremento de 26.7% en el trimestre. Este banco junto con el Banco de Occidente presentaron muy buenos resultados financieros en el primer semestre del año y decidieron repartir dividendos en lo que resta de 2001, razón por la cual el apetito por estas acciones se incrementó notoriamente. Otras acciones con alzas en sus precios fueron las de Coltabaco con 4.9% (gracias a la aprobación de una escisión de esta compañía<sup>2</sup>) y Grupo Aval con 1.4% (gracias a los resultados de los bancos mencionados, los cuales pertenecen a este grupo financiero).

INDICADORES	PRECIO CIERRE		VARIACIÓN
	Julio 2	Sept 28	Trimestre
IGBC	1,000	932	-6.8%
BAN. BOGOTA	3,000	3,800	26.7%
COLTABACO	3,050	3,200	4.9%
GRUPO AVAL	140	142	1.4%
VALBAVARIA	1,100	639	-41.9%
CADENALCO	1,040	770	-26.0%
CEM. ARGOS	6,000	4,950	-17.5%

Fuente: www.corfivalle.com

Los volúmenes transados de acciones pertenecientes al IACFV en el trimestre pasado en la bolsa fueron superiores al

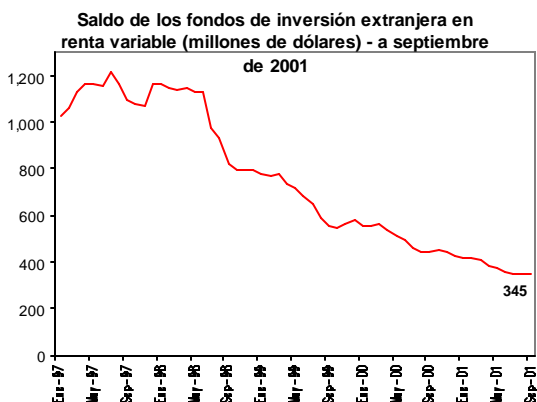
mismo período de 2000. Sin embargo, el volumen mensual transado decreció de manera importante de julio a septiembre. En total en el trimestre pasado se transaron 137,102 millones de pesos, frente a 67,277 millones de pesos en el mismo trimestre de 2000.



Fuente: Corfivalle.

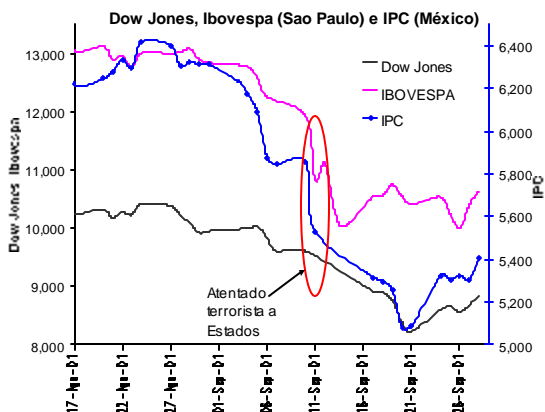
La caída en el monto de inversión de capitales extranjeros en renta variable a través de los fondos de inversión continuó en el tercer trimestre de 2001. Al cierre de septiembre, el saldo de los fondos de inversión extranjera se situaba en 345 millones de dólares luego de que para el mes de junio esta cifra se situó en 358 millones de dólares. Este nivel de inversión en fondos de inversión en renta variable es la cifra más baja desde 1994 y en lo corrido del año presenta una reducción de 18.1%. Esta caída es consecuencia de los pobres resultados de la economía en lo corrido del año y de los problemas de orden público.

<sup>2</sup> La escisión de Coltabaco dará paso a la creación de la Compañía Colombiana de Inversiones (CCI). Ésta última se encargará de administrar el portafolio de inversiones en sectores y actividades diferentes a la producción de cigarrillos, mientras Coltabaco seguirá con las labores de cultivo, producción y comercialización de sus productos. Los accionistas recibirán una acción de la CCI por cada una de las que posean de Coltabaco. Las acciones de la nueva compañía serán inscritas en la Bolsa de Colombia.



Fuente: Superintendencia de Valores

El acontecimiento bursátil más importante durante el pasado trimestre fue el comportamiento de los mercados de acciones luego de los atentados a Estados Unidos. La incertidumbre por la situación económica norteamericana invadió a los inversionistas de todo el mundo, incluyendo a los mercados emergentes.



Fuente: Reuters - Corfivalle.

A pesar de que los diferentes índices de acciones de los mercados más importantes del mundo han comenzado a recuperarse nuevamente, este proceso ha sido lento y cualquier noticia en torno a la evolución del conflicto internacional o a la evolución de la economía estadounidense se ve reflejada en el comportamiento de estos.

A pesar de que la BVC ha unificado las tres bolsas que existían anteriormente en el país, y mejorado las condiciones de transacción de

las acciones, la recompra de acciones por parte de algunas compañías<sup>3</sup> y los retiros definitivos de otras<sup>4</sup> durante el trimestre pasado, generaron una caída en los volúmenes diarios de transacción.

Sin duda la situación macroeconómica colombiana también ha sido un factor importante para la reducción de precios y volúmenes de transacción de la bolsa. Esto se relaciona directamente con una mayor desconfianza de los inversionistas en la recuperación de la economía en el corto plazo, dados los recientes resultados de crecimiento y las dificultades recientes que ha tenido el proceso de paz.

Para el siguiente trimestre un tema que va a ser centro de atención en el mercado accionario es el proyecto de Ley Marco del Mercado de Capitales. Esta Ley se puede convertir en una herramienta importante para revertir la tendencia decreciente de los precios y volúmenes transados de las acciones. Esta iniciativa estipula ventajas para aquellas empresas que estén inscritas en los mercados públicos de valores y planea dar una mayor transparencia a las transacciones y a los inversionistas. Dicha Ley se convertirá en el marco legal para lograr una mayor profundización del mercado de acciones colombiano, actualmente uno de los más pequeños de América Latina.

En cuanto a compañías, será importante tener en cuenta para el siguiente trimestre la total absorción de Cadenalco por parte de Almacenes Éxito. Esto se reflejará en un incremento del precio de la acción del Éxito.

De otro lado, para el próximo 31 de octubre se convocó una asamblea extraordinaria de

<sup>3</sup> Tal es el caso de Cementos Caribe, Carulla y Pavco.

<sup>4</sup> El Banco Ganadero es el caso más reciente y se retiró luego de ser una acción muy importante en las bolsas anteriores. Actualmente el Banco Colpatría se encuentra planeando su retiro de la Bolsa.



accionistas de Bavaria y Valbavaria para poner a consideración un acuerdo de escisión entre Bavaria como sociedad escidente y Valbavaria como sociedad beneficiaria. Con esta medida se cancelará un pasivo de Valbavaria con Bavaria por 816 mil millones de pesos. Los accionistas de Bavaria, a cambio de la transferencia de la cuenta por cobrar, recibirán acciones de Valbavaria a un precio superior al precio en bolsa. El objetivo de la operación es limpiar los balances de las dos compañías y darles más libertad e independencia para actuar en los mercados financieros.

A pesar de que esta operación debería tomarse como una buena noticia, no ha sido bien recibida entre los accionistas. Recién publicada la noticia, entre los inversionistas circulaba la hipótesis de que Valbavaria no estaba en capacidad de cancelar dicha deuda. Con esto, los precios de ambas acciones tocaron niveles históricamente bajos en las dos primeras semanas de octubre (Valbavaria con 317 pesos por acción y Bavaria con 6,150 pesos por acción).

El precio de la acción de Bavaria retornará a una senda de crecimiento al obtener resultados positivos con las mejoras en competitividad que se están ejecutando en la empresa, entre ellas el cierre de las plantas y el recorte de nómina. Si esto se refleja en una reducción de gastos de la compañía, retornará la confianza en una futura recuperación del precio de esta acción, la más importante dentro del mercado accionario colombiano.

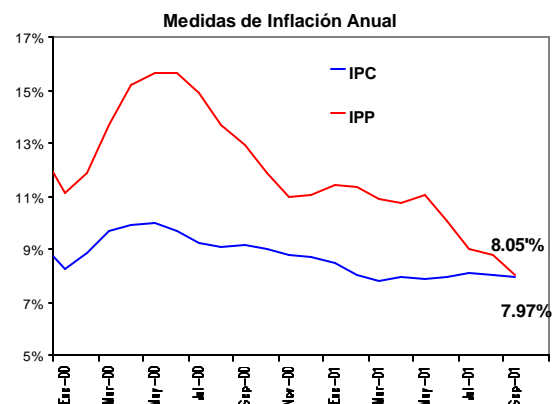
#### 1.4 Inflación

A lo largo del último trimestre el comportamiento del nivel de precios de la economía se ha caracterizado por dos tendencias claramente diferenciables entre la inflación a consumidores y la inflación a productores.

Mientras el comportamiento del IPC ha mantenido la inflación 12 meses a

consumidores prácticamente estable alrededor de un nivel de 8%, la inflación 12 meses a productores, medida a partir de las variaciones del IPP, ha caído de 11.07% en mayo a 8.05% en septiembre.

Como consecuencia de esta fuerte reducción en la inflación anual a productores, el diferencial entre la inflación 12 meses a consumidores y la inflación 12 meses a productores prácticamente ha desaparecido. Después de que esta diferencia alcanzó su nivel máximo en el mes de junio de 2000 (casi 6%), actualmente no alcanza el 0.1%.



Fuente: Banco de la República

La estabilidad en el comportamiento de la inflación anual a consumidores ha permitido al Banco de la República construir una mayor credibilidad respecto al cumplimiento de la meta de inflación para el año 2001 que se encuentra en 8%.

Al terminar septiembre la inflación 12 meses a consumidores se ubicaba en 7.97%, por debajo de la meta señalada, y la inflación en lo corrido del año alcanzaba el 6.96%. Sin embargo, a pesar de la estabilidad señalada en el comportamiento del indicador agregado en los últimos meses, el comportamiento de los distintos rubros no ha sido tan estable.

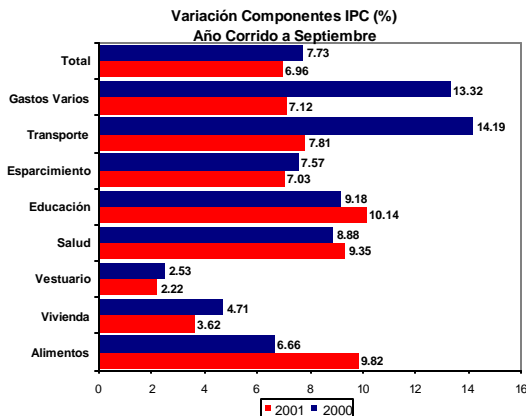
Mientras el muy buen comportamiento del rubro de alimentos fue uno de los principales factores para mantener la tendencia descendente de la inflación en los primeros 9





meses de 2000 (incremento de 6.6% frente a una inflación total de 7.7% en el período), en los primeros meses de 2001 el incremento en este rubro (9.8%) ha sido superior a la inflación total (6.96%), explicado básicamente por los precios de carnes y sus derivados (carne de res y carne de pollo). Esto implica que alimentos, que pesa un 29.5% dentro de la canasta total del IPC, no ha sido en 2001 un factor a la baja de la inflación anual. De hecho, mientras entre diciembre de 1999 y septiembre de 2000 alimentos contribuyó con el 25% de la inflación total de ese período, en el mismo período de 2001 este porcentaje alcanza el 40%.

Este mayor incremento en los precios de los alimentos ha sido contrarrestado por el comportamiento de los precios de vivienda (3.6% en los primeros 9 meses de 2001 contra 4.7% en el mismo período 2000), transporte (7.8% vs 14.2%) y gastos varios (7.1% vs 13.3%).

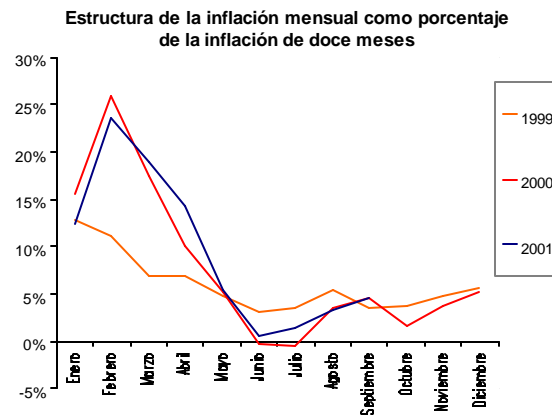


Fuente: DANE

Respecto al comportamiento de la inflación a lo largo de los distintos meses del año, se ha venido observando una estacionalidad muy semejante a la de 2000 pero algo distinta a la de 1999.

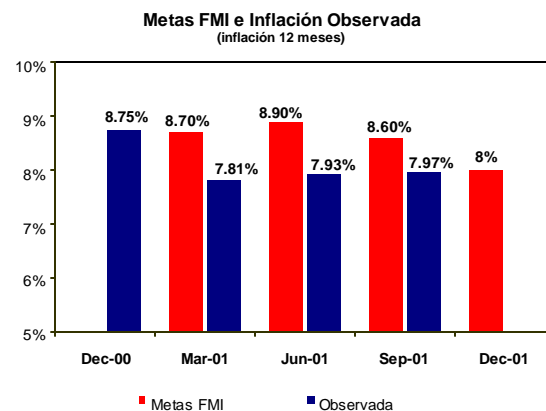
Aunque en los dos primeros meses del año las inflaciones mensuales como proporción de la inflación 12 meses no fue tan alta como la de

2000, aunque muy superior a la de 1999, en los meses siguientes esta proporción se ubicó por encima de la de 2000. En los meses de agosto y septiembre la proporción ha sido prácticamente la misma a la de los mismos meses de 2000. Creemos entonces que para los últimos meses del año la estacionalidad será muy similar a la de 2000.



Fuente. Banco de la República, Cálculos Corfivalle

Finalmente, vale la pena señalar que los resultados de la inflación a consumidores observados hasta septiembre han permitido a las autoridades económicas cumplir con las metas contenidas en el Acuerdo Extendido firmado por Colombia con el FMI. Aunque el margen respecto a la meta con el FMI se redujo con relación al trimestre anterior (63pbs vs 97 pbs), el resultado de la inflación observada sigue siendo muy inferior a los topes establecidos en el acuerdo.



Fuente: Banco de la República.



Para el último trimestre del año no prevemos mayores dificultades en el control del nivel de precios y aunque el comportamiento de los precios de los alimentos podría empezar a presionar la tasa de inflación al alza, no creemos que ésta se desvíe más de un 0.2% de la meta del Gobierno para fin de año.

## 1.5 Sector Financiero

En los primeros 7 meses de 2001, el sistema financiero colombiano ha logrado revertir la tendencia de pérdidas del año pasado y mejorar el nivel de la mayor parte de índices de riesgo con respecto a los momentos más difíciles de la crisis financiera (1999 y 2000). Sin embargo, la actividad de intermediación se ha venido reduciendo y las cifras de colocaciones y captaciones del sistema continúan cayendo.

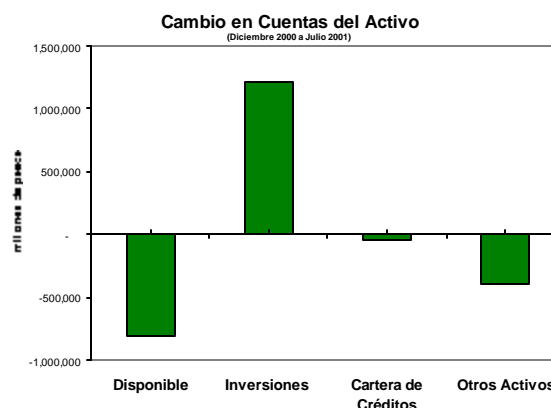
Este hecho ha llevado a las autoridades económicas a adelantar esfuerzos de coordinación con las entidades financieras, encaminados a destrabar el canal de crédito en momentos en que la desaceleración de la economía empieza a asociarse a las dificultades de acceso al crédito de buena parte de las empresas colombianas.

Por lo pronto, aunque la mejoría en la salud de la mayor parte de las entidades financieras con relación a hace un par de años es evidente, en lo corrido del año ha habido un deterioro de los principales indicadores del sector con relación al año pasado. Esto parece confirmar que el aparato productivo colombiano aún no está en capacidad de jalonar un incremento importante de créditos sanos en el sector financiero.

### 1.5.1 Activos

A lo largo de 2001 los activos totales del sistema financiero colombiano han caído en 41 mil millones de pesos. Esta reducción, que es relativamente pequeña con respecto al tamaño del sector (0.05%), se produjo como resultado de un proceso de recomposición al interior del activo del sistema. Mientras el

rubro de Disponible (caja, repos y depósitos en otras entidades financieras) ha caído en 810 mil millones de pesos en lo corrido del año, las Inversiones (renta fija y variable) se han incrementado en 1.2 billones de pesos en el mismo período. El otro rubro que muestra un cambio significativo es el de Otros Activos que cayó en 360 mil millones de pesos, explicado principalmente por la reducción de Cuentas por Cobrar.



Fuente: Superintendencia Bancaria

Con respecto a la reducción de la cartera de créditos, es necesario anotar que ésta no es una tendencia generalizada de los distintos tipos de cartera. Mientras la cartera de consumo y comercial ya exhiben tasas de crecimiento anuales positivas de 9% y 2% respectivamente, la cartera hipotecaria continúa contrayéndose a un ritmo del 12% anual.

En respuesta a este escenario, las antiguas Corporaciones de Ahorro y Vivienda (hoy Bancos Hipotecarios) han intentado aprovechar su nueva condición diversificando el destino de su cartera de créditos. Al cierre de julio, el 39% del activo de estas entidades se encontraba representado en cartera hipotecaria, mientras un año atrás este porcentaje alcanzaba el 45%. Aunque el proceso de diversificación de la cartera de estas entidades seguramente será largo y en el corto plazo seguirán siendo vulnerables a las dificultades que experimente este sector, esta tendencia será inevitable, especialmente si las

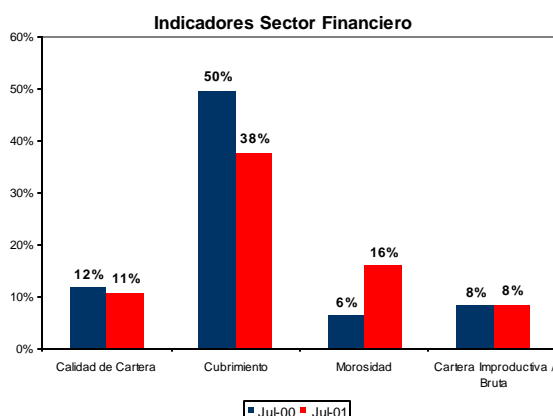


carteras de consumo y comercial continúan creciendo.

Como se mencionó anteriormente, una característica positiva de la evolución de las entidades financieras después de la crisis financiera ha sido la mejoría generalizada de los distintos indicadores de cartera. Para el sector en general el indicador de cubrimiento pasó en los dos últimos años de un 30% a un 61% actualmente. Adicionalmente, 50 de las 65 entidades del sistema, que mantienen cerca del 90% de los activos del sector, exhiben hoy un indicador de cubrimiento superior al de hace dos años.

Es decir, hubo una recuperación notoria en el sector financiero con respecto a la última crisis financiera.

Sin embargo, al observar la evolución de los distintos indicadores de riesgo de las entidades financieras en el último año, se puede advertir un deterioro preocupante en algunos de ellos (p.e. indicador de cubrimiento y morosidad). Esto parece indicar que el sistema financiero en el último año no ha continuado con la tendencia de recuperación que se esperaba.



Fuente: Superintendencia Bancaria

Esto parece indicar que la mejoría de los indicadores respecto a 1999 se debió a los esfuerzos de capitalización de las entidades por parte de sus accionistas, pero en el último año, cuando las tasas de crecimiento positivas

de la economía podrían hacer pensar en una consolidación de la recuperación de estos indicadores, se ha observado un deterioro preocupante.

Aunque los niveles de estos indicadores aún están lejos de anunciar una nueva crisis financiera, la tendencia si refleja el hecho de que la recuperación del sector no se ha producido aún.

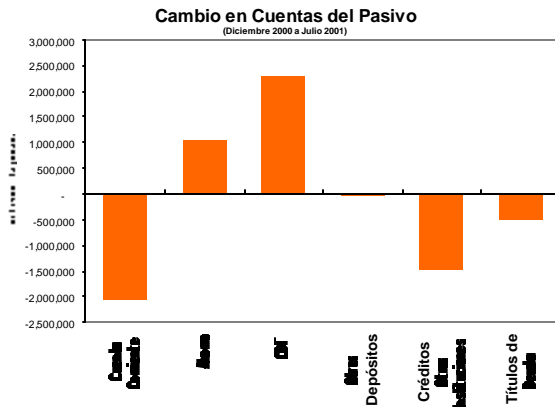
### 1.5.2 Pasivos

La reducción del nivel de pasivos del sistema financiero en lo corrido del año ha sido del 1%, algo más de 680 mil millones de pesos, ubicándose al cierre de julio en 66.3 billones de pesos.

Los Certificados de Depósito a Término (CDTs) siguen siendo el principal instrumento de captación del sistema financiero, y su importancia ha venido creciendo en los últimos meses. Los CDTs representan al cierre de julio el 38% de los pasivos del sistema financiero, mientras en diciembre de 2000 esta participación no alcanzaba el 34%. Este incremento equivale a un aumento de 2.3 billones en el saldo de CDTs del sistema financiero.

En la medida en que el total de pasivos del sistema financiero no ha crecido en el último año, prácticamente todo el incremento en el saldo de CDTs se puede explicar a partir de importantes reducciones en los saldos de las cuentas corrientes (2 billones de pesos).

Los principales cambios en las cuentas del Pasivo del sistema financiero en lo corrido del año se resumen en el siguiente cuadro.



Fuente: Superintendencia Bancaria

### 1.5.3 Patrimonio y Utilidades

En el frente de patrimonio, el principal movimiento en el sector fue el proceso de fortalecimiento patrimonial llevado a cabo por AV Villas por un valor de 260 mil millones, gracias a una línea de préstamo a socios de Fogafín. Gracias a este fortalecimiento patrimonial, AV Villas incrementó su relación de solvencia a un nivel superior al mínimo de 9% exigido por la Superintendencia Bancaria.

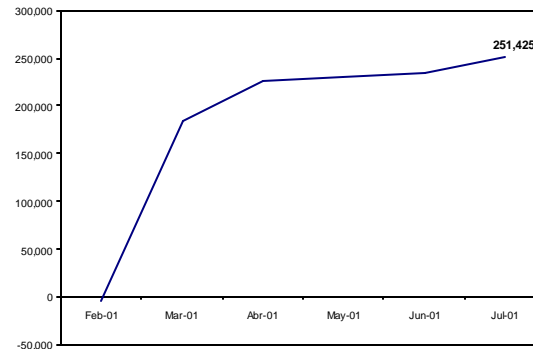
Además del monto involucrado en este proceso, el fortalecimiento patrimonial de AV Villas ha sido una noticia importante por ser la primera entidad del Grupo Aval que se acoge a uno de los programas de Fogafín. Aunque las condiciones de esta línea son distintas a las otorgadas previamente a otras entidades, este hecho señala que las dificultades del sistema financiero, especialmente de las entidades hipotecarias, difícilmente podrán ser superadas sin la participación activa del Gobierno Nacional.

De hecho, aunque al cierre de julio las utilidades del sector sumaban 251 mil millones de pesos, frente a 1.2 billones de pesos de pérdidas en el mismo período de 2000, las entidades del sector hipotecario siguen exhibiendo pérdidas (21 mil millones de pesos).

De otro lado, es importante notar que esta dinámica de utilidades tampoco ha sido experimentada por las entidades del sector público. Sin embargo, es necesario subrayar que las principales entidades públicas (Granahorrar y Bancafé) registran altos niveles de cartera hipotecaria, lo cual podría explicar en parte sus resultados.

También es necesario señalar que en los últimos meses se ha venido desacelerando el ritmo de crecimiento de las utilidades. Aunque este hecho es bastante lógico en medio de una economía que también registra niveles de crecimiento cada vez menores en el mismo periodo, la desaceleración de las utilidades del sector financiero se suma al deterioro de los principales indicadores de calidad de cartera como una fuente de preocupación para el futuro del sector.

Utilidades Año Corrido Sistema Financiero (millones de pesos)



Fuente: Superintendencia Bancaria

Una forma en la que se pueden relacionar en forma directa los resultados de las entidades financieras y el menor índice de cubrimiento, es el gasto en provisiones. Las provisiones netas de recuperaciones del sector a julio de 2001 sumaron 32 mil millones de pesos, mientras en el mismo período de 2000 llegaron a 1 billón de pesos.

Aunque no es deseable que un sistema financiero como el colombiano mantenga altos niveles de gasto en provisiones, es un hecho que las utilidades generadas en lo corrido del año se explican por la dramática



caída en este rubro, mientras el cubrimiento se deteriora. Un menor gasto en provisiones no sería preocupante si a la par se incrementa o al menos mantiene el nivel de cubrimiento.

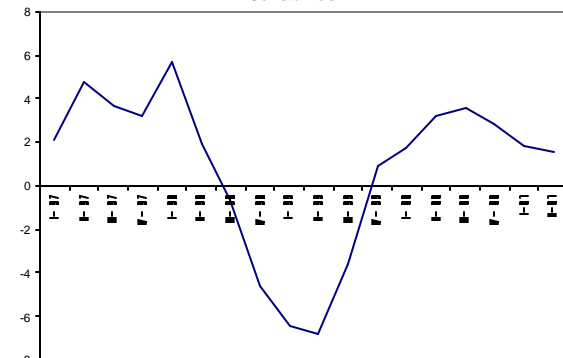
En términos generales, creemos que es muy temprano para bajar la guardia en los esfuerzos de mejoría de los indicadores de calidad de cartera del sistema financiero que se venían dando en meses anteriores. Aunque las cifras del sector aún no son especialmente preocupantes, si observamos con inquietud una tendencia de deterioro en diversos frentes.

Ante una economía que parece estar perdiendo a lo largo de este año el impulso del año 2000, es importante contar con un sistema financiero sano y con capacidad para absorber las dificultades derivadas de una menor actividad económica.

### 1.6 Sector Real

Según los últimos resultados de crecimiento del PIB publicados por el DANE, las noticias en el frente de producción para la economía colombiana en el primer semestre del año 2001 no son alentadoras. Los primeros indicios de desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía que se insinuaron en el cuarto trimestre del año 2000 y se profundizaron en los primeros seis meses del año 2001. La tasa de crecimiento anual de la economía ha observado sucesivos descensos, de 3.54% en el tercer trimestre de 2000, a 2.86% en el cuarto trimestre de 2000, 1.79% en el primer trimestre de 2001 y finalmente 1.55% en el segundo trimestre de 2001. De hecho, estos resultados condujeron al Gobierno Nacional a modificar su meta de crecimiento para el año 2001 de 3.8% a tan sólo 2.4%.

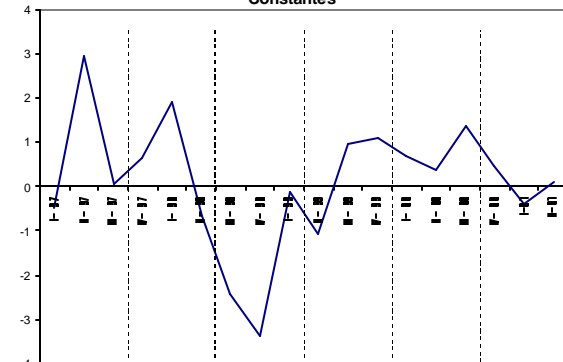
Variaciones Porcentuales Anuales del PIB a Precios Constantes



Fuente: DANE

La única lectura positiva de los resultados de la economía en el segundo trimestre del año puede hacerse a partir de las tasas de crecimiento trimestrales (y no anuales). En estos términos, aunque la economía sólo creció un 0.12% en el segundo trimestre del año respecto al primero, al menos recuperó la dinámica de crecimientos positivos, ya que en el primer trimestre del año la economía se había contraído un 0.37% con relación al cuarto trimestre de 2000.

Variaciones Porcentuales Trimestrales del PIB a Precios Constantes



Fuente: DANE

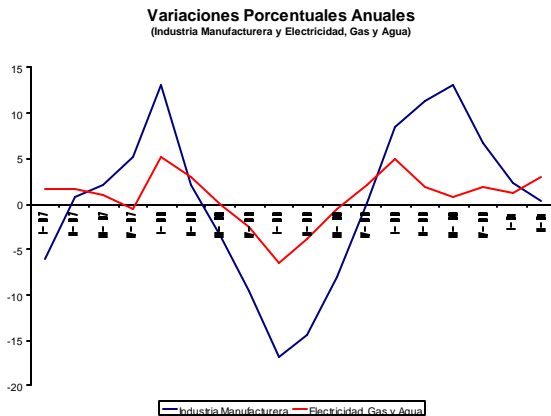
Los resultados por ramas para el segundo trimestre muestran una preocupante reducción en el ritmo de crecimiento de la Industria Manufacturera. Este renglón, que se había convertido en el último año en el más importante para el crecimiento de la economía, creció a una tasa anual de tan sólo



0.33% en el segundo trimestre del año. Este sector, en 2000, creció a una tasa de 9.88%.

En términos desagregados, los productos de madera, corcho y paja y el azúcar fueron los sectores con una caída más pronunciada dentro de la Industria Manufacturera en el último trimestre.

El único sector que en medio de la desaceleración ha venido mostrando mejoría en sus tasas de crecimiento es el de Electricidad, Gas y Agua. En el segundo trimestre este sector creció un 3.07% en términos anuales.



Fuente: DANE

Agricultura y Construcción, dos sectores considerados tradicionalmente como claves dentro del aparato productivo colombiano, continuaron exhibiendo en el segundo trimestre del año un comportamiento mediocre. Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca cayó 0.26% respecto al segundo trimestre de 2000, regresando nuevamente a tasas de crecimiento negativas cuando a lo largo de 2000 había crecido en todos los trimestres. Buena parte de esta caída está explicada por la contracción del rubro café sin tostar, que se contrajo en el trimestre más de un 15%.

Respecto al sector Construcción, que generó expectativas de recuperación después de crecer un 6% en el último trimestre de 2000, en lo corrido del año ha presentado un

estancamiento. En el segundo trimestre del año cayeron las licencias de construcción, las obras iniciadas y los préstamos aprobados, lo que condujo a un crecimiento del sector, en términos anuales, de sólo 0.34%.

El resumen del comportamiento del PIB por sectores se presenta en el siguiente cuadro.

**PIB TRIMESTRAL POR RAMAS DE ACTIVIDAD**

PRECIOS CONSTANTES DE 1994

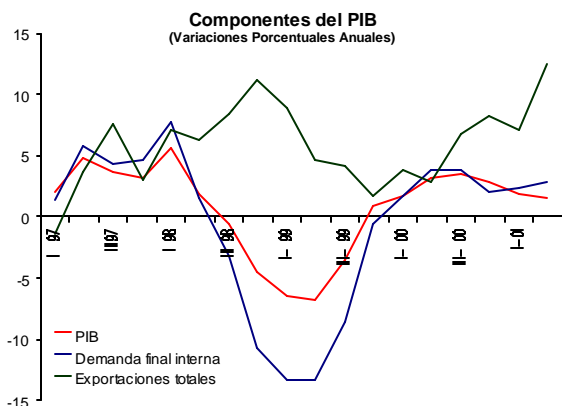
SERIES DESESTACIONALIZADAS - VARIACIONES ANUALES (%)

Año	2000	2001
	II	II
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	7.21	-0.26
Explotación de minas y canteras	-7.74	0.73
Electricidad, gas y agua	1.83	3.07
Industria manufacturera	11.26	0.33
Construcción	-2.10	0.34
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6.37	1.87
Transporte, almacenamiento y comunicación	3.85	2.26
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	0.01	-0.65
Servicios sociales, comunales y personales	-1.91	0.67
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	-9.37	-13.35
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>3.16</b>	<b>1.55</b>

Fuente: DANE

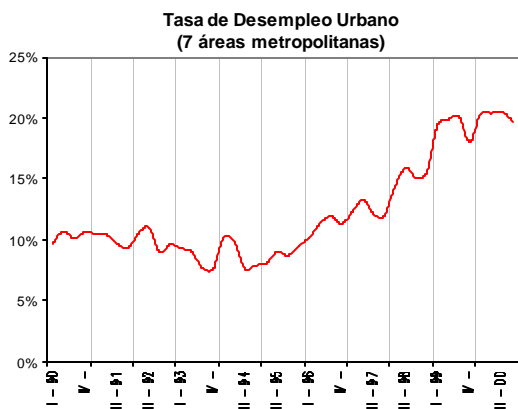
La principal explicación para esta desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía colombiana es la debilidad de la demanda interna que continúa sin mostrar signos de recuperación. En el segundo trimestre del año, la demanda interna creció a una tasa de 2.92% en términos anuales. Aunque esta es la tasa de crecimiento anual más alta en los últimos 3 trimestres, es sensiblemente inferior a la tasa a la que creció la oferta final en el trimestre, 4.42%. Este “exceso de oferta” contribuye a explicar, en buena parte, el buen comportamiento de la inflación en Colombia para este período.

Como se mencionó en el anterior Informe Trimestral de Perspectivas Macroeconómicas y Financieras, la demanda externa ha ido ocupando el espacio dejado por la débil demanda interna. Ya en el segundo trimestre del año la demanda externa (exportaciones) absorbió casi el 17% de la oferta final total de la economía, mientras hace dos años esta cifra era del 15.8%.



Fuente: DANE

A pesar del esfuerzo de la autoridad monetaria por reactivar el consumo de la economía a través de una política monetaria expansionista y de sucesivas reducciones en sus tasas de interés, el aparato productivo no parece reaccionar (Ver Sección Perspectivas). De hecho, la alta tasa de desempleo, uno de los principales factores para la reducción de la capacidad de consumo de una economía, aún se encuentra en niveles preocupantemente altos. Al cierre de junio, el desempleo en las 13 principales ciudades alcanzaba el 18.6%, cifra que a pesar de mostrar una mejoría respecto al inicio del año (cuando la tasa de desempleo superó el 20%), continúa siendo la más alta del continente y se ubica muy por encima del promedio para la tasa de desempleo urbano en Colombia en los últimos 10 años de 11.5%.



Fuente DANE

Para el último trimestre del año, la principal amenaza para la economía colombiana la constituye la profundización de la desaceleración de la economía mundial, especialmente después del ataque terrorista a Estados Unidos. En la medida en que la demanda externa ha venido ganando importancia dentro de la economía local, una reducción del consumo externo, especialmente en nuestro principal socio comercial, tendrá efectos negativos más importantes de los que existirían si el país viviera una coyuntura con de demanda interna vigorosa.

### 1.7 Sector Público

Según el cierre preliminar del Sector Público Consolidado (SPC) para el primer semestre del año, publicado por el CONFIS, el balance del SPC arroja una déficit por 2.4 billones de pesos, equivalente a 1.3% del PIB.

Balance del Sector Público Consolidado	Miles de millones de pesos	
	2000-I Sem	2001-I Sem
SPNF	573	-2,329
Balance cuasifiscal del Banrep	461	709
Balance Fogafin	-189	56
Costo de la Reestructuración Financiera	-272	-813
Ley de Vivienda	-142	-279
Liquidación Caja Agraria	-130	-179
Capitalización Banca Pública	0	-356
Discrepancia Estadística	-935	-70
<b>Sector Público Consolidado</b>	<b>-362</b>	<b>-2,447</b>
<b>Sector Público Consolidado (% PIB)</b>	<b>-0.20%</b>	<b>-1.30%</b>

Fuente: CONFIS

El resultado negativo para el primer semestre de 2001 del SPC se debe principalmente a:

- El déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) de 2.3 billones de pesos, 1.2% del PIB.
- El costo de la reestructuración financiera que asciende a 813 mil millones de pesos.

Con respecto al balance deficitario del SPNF, cabe resaltar el aumento de 12.2% de los Ingresos Corrientes durante el primer semestre de 2001 con respecto al mismo periodo del año pasado. Esto significó pasar de 24.9 billones de pesos en 2000 a 27.9 billones en 2001. Sin embargo, más importante fue el incremento en los Gastos



Totales, los cuales pasaron de 24.3 billones de pesos en el primer semestre del año 2000 a 30.2 billones de pesos, lo que implicó un aumento del 24.4%. Es decir, mientras los Ingresos Totales se incrementaron en 3 billones de pesos, los Gastos totales lo hicieron en cerca de 6 billones.

Aún más alarmante que las cifras fiscales del primer semestre, que inclusive cumplen con la meta indicativa original de déficit del SPC de 2.8% del PIB incluida en el acuerdo con el FMI, son las perspectivas del balance fiscal para lo que resta del 2001.

Debido principalmente a los pobres resultados de crecimiento, el Gobierno Nacional solicitó la modificación de la meta de déficit del SPC establecida en 2.8% del PIB, alrededor de 5.6 billones de pesos. Después de diversas reuniones entre las autoridades económicas del país y los miembros del FMI se acordó una nueva meta de déficit fiscal del SPC de 3.3% del PIB. Sin embargo, según estimaciones del Departamento de Investigaciones Económicas de Corfivalle, el déficit del SPC puede estar alrededor del 3.8% del PIB para el presente año. La diferencia de nuestra estimación con la nueva meta se explica principalmente porque consideramos unos mayores gastos de funcionamiento, pagos de intereses y menores ingresos tributarios a los presupuestados en un principio por el Gobierno.

Escenarios Financiación Déficit	Original	Nueva meta	Escenario CFV
<b>Deficit SPC (%PIB)</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.8%</b>
Financiamiento	9,772	10,728	11,329
Crédito Externo Neto	4,113	4,475	4,702
+Desembolsos	7,812	8,174	8,401
-Amortizaciones	3,699	3,699	3,699
Crédito Interno Neto	4,473	5,067	5,441
+TES Convenidos	6,100	6,382	6,560
+TES Subasta	4,600	4,813	4,947
+TES Forzosas	1,200	1,256	1,290
+TDR/Prima/Otros	945	989	1,016
-Amortizaciones	8,372	8,372	8,372
Privatizaciones	0	0	0
Concesiones/licencias	0	0	0
Utilización Portafolio	1,262	1,262	1,262
Utilidades Banrep	802	802	802
Ajustes Causación	-878	-878	-878

Fuente: Confis. Cálculos Corfivalle<sup>5</sup>.

En el escenario original, con una meta de déficit del SPC de 2.8% del PIB, la financiación proyectada para el 2001 era de 9.7 billones de pesos. Este monto se iba a financiar con 4.4 billones de crédito interno neto, 4.1 billones de crédito externo neto y 1.2 billones de utilización de portafolio.

Con la nueva meta de déficit del SPC de 3.3% del PIB, se tendría que financiar alrededor 10.7 billones de pesos, cerca de un billón de pesos más que en la meta original. Suponiendo que tanto los desembolsos externos como internos crecen a la misma tasa respecto a lo originalmente previsto y las amortizaciones, utilidades del Banco de la República, portafolio y ajustes por causación se mantienen iguales, las colocaciones de TES pasarían de 11.9 billones a cerca de 12.4 billones. Esto implicaría, teniendo en cuenta los supuestos antes mencionados, un nuevo monto de TES colocados por subasta alrededor de los 4.8 billones de pesos, lo que implica un incremento superior a los 200 mil millones de pesos de la meta original de 4.6 billones de pesos. Por el lado del crédito

<sup>5</sup> Es necesario aclarar en este punto, que el déficit a financiar no es el déficit del SPC sino el déficit del Gobierno Central más el Costo de la Reestructuración Financiera y nuestros cálculos tienen en cuenta esta situación.





externo neto, la nueva meta de déficit podría significar un aumento en los desembolsos en cerca de 360 mil millones de pesos, al pasar de 4.1 billones a 4.47 billones de pesos.

Sin embargo, como ya se dijo, dados los resultados fiscales para el primer semestre, no sería descabellado pensar que el déficit del SPC sobrepase incluso la nueva meta de 3.3 % del PIB. Por lo anterior hemos proyectado un escenario considerando un déficit del SPC de 3.8% del PIB, bajo el cual, el monto a financiar durante el presente año sería de 11.3 billones de pesos, más de 1.5 billones por encima del monto original. Siguiendo los mismos supuestos que en el escenario anterior, el crédito externo neto se incrementaría en cerca de 600 mil millones, pasando de 4.1 billones de pesos a 4.7 billones de pesos. Por su parte, el crédito interno neto aumentaría de 4.4 billones de pesos a 5.4 billones de pesos, es decir un incremento de 1 billón de pesos. Este aumento en el crédito externo implicaría un incremento en el monto de TES colocados por subasta, que pasaría de 4.6 billones de pesos a 4.94 billones de pesos, es decir 340 mil millones de pesos más que la meta original.

Cualquiera sea el escenario, lo más probable es que se incremente el monto de 4.6 billones de pesos de TES colocados por subasta en más de 200 mil millones de pesos. Dadas las circunstancias actuales del mercado, con amplia liquidez, tasas bajas y apetito por los papeles emitidos por el Gobierno, es posible que el hecho de sobrepasar la meta inicial de colocaciones primarias de TES no tenga mayores efectos sobre las tasas de este tipo de papeles.

Además, las mayores necesidades de crédito externo por más de 300 mil millones de pesos pueden ser fácilmente cubiertas con parte del prefinanciamiento externo, el cual se encuentra alrededor de los 1,000 millones de dólares, 2.3 billones de pesos aproximadamente. Sin embargo, es importante señalar que la monetización

adicional de recursos puede afectar seriamente la tasa de cambio nominal a la baja, repercutiendo negativamente en la dinámica de las exportaciones.

De otra parte, la falta de claridad a la hora de tratar el tema de la reforma pensional puede lesionar la confianza que ha ido ganando el Gobierno Nacional tanto con los inversionistas nacionales como con los extranjeros. La reunión de los Ministros de Hacienda y Trabajo con las autoridades del FMI en Washington concluyó con el compromiso de presentar antes de finalizar el año la propuesta concertada del Gobierno de Reforma Pensional. Los mercados tanto nacionales como internacionales están expectantes sobre el desarrollo de este tema, el cual es visto por los analistas como la reforma trascendental para la viabilidad de las finanzas públicas.

## 2 Perspectivas del próximo trimestre.

**La desaceleración de la economía colombiana en los últimos meses, y las perspectivas de unas tasas de crecimiento pobres para el final de 2001 y el año 2002, han puesto de presente el debate sobre cuales deben ser las medidas de política económica que deben adoptarse por parte de las autoridades económicas (Gobierno Nacional y Banco de la República) para evitar una nueva contracción de la producción y para retornar a las tasas de crecimiento históricas de la economía colombiana.**

**Las propuestas difundidas en los últimos meses desde distintos sectores han incluido desde el cierre a la entrada de importaciones hasta un préstamo directo del Banco de la República al Gobierno Nacional. A pesar de que la solución al actual estancamiento de la actividad económica seguramente necesita de la participación de los diferentes agentes del mercado y no sólo de las autoridades**



económicas, en esta sección nos concentraremos en las principales decisiones de política que la autoridad monetaria ha adoptado a lo largo de 2001, sus objetivos, sus primeros resultados y finalmente intentaremos dar una explicación sobre porqué estas medidas parecen no haber tenido aún efecto sobre el ritmo de actividad económica.

## 2.1 Las medidas del Banco de la República

A lo largo de 2001 el principal mecanismo de intervención del Banco de la República en el mercado monetario ha sido la inyección de liquidez a través de operaciones repo a 1 día. Por ser una operación repo, venta con promesa de recompra<sup>6</sup>, la liquidez inyectada al sistema por este tipo de operaciones se considera transitoria. Sin embargo, al realizar estas operaciones en forma continua, esta liquidez se puede asimilar a una liquidez permanente que por lo tanto afecta en forma más perdurable la oferta relativa de recursos en el mercado y tiene efecto sobre la tasa de interés de la economía.

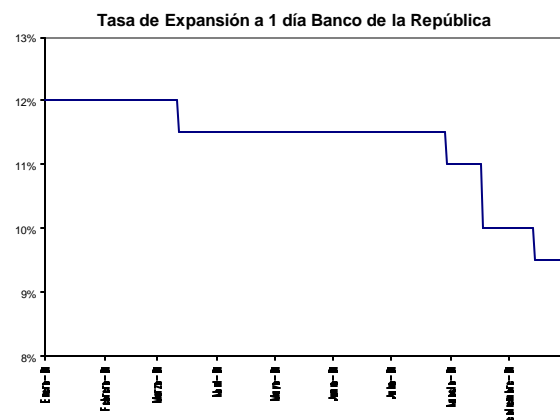
De la realización de estas operaciones repo se deriva información valiosa para los agentes del mercado, en la medida en que da una señal sobre las intenciones de la autoridad monetaria y es una referencia para las demás operaciones del mercado. Las principales variables son entonces, la tasa de interés a la cual se colocaron los recursos y el monto colocado.

Para llevar a cabo estas operaciones repo de inyección de liquidez, el Banco de la República ha establecido dos mecanismos, subasta y ventanilla<sup>7</sup>. En el primer mecanismo, a partir de un monto previamente determinado por el Banco de la República, se adjudican los recursos a los agentes

dispuestos a pagar una mayor tasa por ellos y se determina la tasa de corte. En esta subasta existe una tasa mínima por debajo de la cual el Banco de la República no adjudica recursos. En el segundo mecanismo, ventanilla, el Banco de la República anuncia una tasa (conocida como “tasa lombarda”) a la cual inyecta todos los recursos que le soliciten. Obviamente, la tasa de corte de la subasta nunca supera la “tasa lombarda”.

Ya que a lo largo del año la tasa de corte de la subasta casi siempre ha coincidido con la tasa mínima definida por el Banco de la República, ésta se ha convertido en la tasa de referencia del mercado y en adelante será a la que nos referiremos como tasa de expansión.

En los primeros nueve meses de 2001, el Banco de la República modificó la tasa de expansión a la baja en cuatro oportunidades, llevándola de 12% E.A. al inicio de 2001 a 9.5% E.A. al cierre de septiembre.

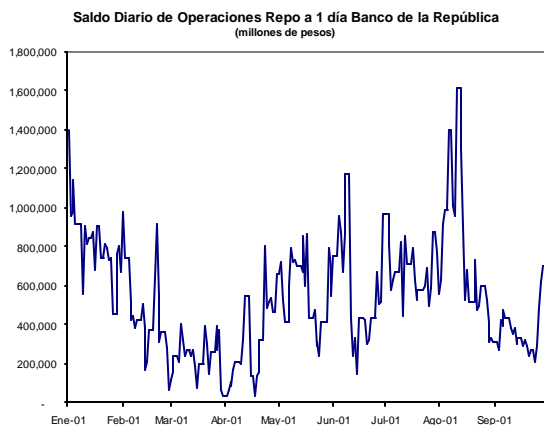


Fuente: Banco de la República

El monto de recursos inyectado ha cambiado diariamente y su nivel variado drásticamente. Como se observa en el gráfico, el monto de expansión vía repos a 1 día pasó de ser sólo 35,000 millones de pesos a mediados del mes de abril a más de 1.6 billones de pesos en agosto.

<sup>6</sup> Al día siguiente los recursos prestados al sistema regresan al Banco de la República.

<sup>7</sup> En forma análoga se llevan a cabo las operaciones de contracción



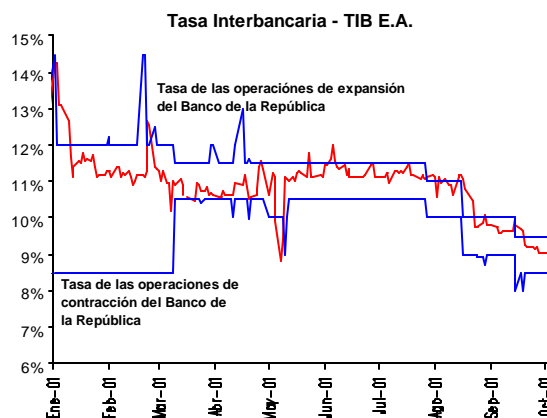
Fuente: Banco de la República

El cambio constante en el monto de recursos inyectados al sistema ha sido una característica llamativa de la actividad de intervención del Banco de la República a lo largo de 2001. Usualmente, los montos ofrecidos en subasta no cambiaban tan frecuentemente, ya que su determinación respondía al cálculo de la cantidad de dinero compatible con los objetivos del Banco Central, es decir con el control del nivel de precios.

Sin embargo, a lo largo de este año la definición de montos de expansión por subasta ha buscado que la tasa de corte de la subasta sea la tasa mínima definida previamente por el Banco de la República. De este modo el Banco de la República ha logrado que las reducciones realizadas en la tasa mínima de expansión tuvieran un efecto real sobre el costo de los recursos prestados a las entidades. De otra forma, si la demanda por recursos fuera superior al cupo de la subasta, la tasa de interés a pagar por los recursos subiría por encima de la tasa mínima.

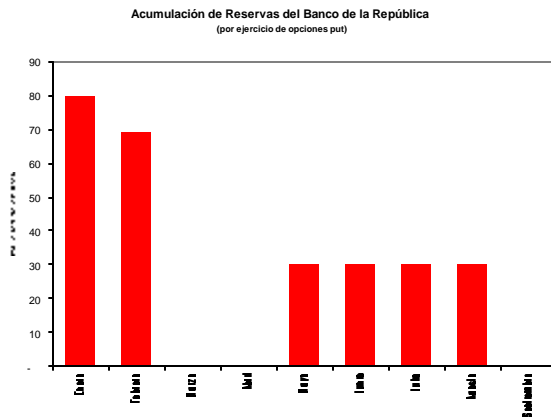
De hecho, cuando el cupo de la subasta de liquidez resultaba inferior al monto demandado y por lo tanto la tasa de expansión se incrementaba, el Banco de la República respondía aumentando el monto a subastar en los días siguientes.

La combinación de estas dos políticas, reducciones en la tasa mínima de expansión por subasta y los amplios cupos en las subastas de liquidez, condujeron a una amplia liquidez en el mercado y a la reducción de las tasas de interés de referencia. La tasa interbancaria pasiva (TIB), a la cual captan recursos las entidades financieras de otros agentes del sistema a un plazo de 1 día, ha reaccionado a la baja a la par con los movimientos de la tasa de expansión del Banco de la República.



Los otros mecanismos de intervención en el mercado monetario por parte del Banco de la República fueron menos importantes que el manejo de las operaciones de expansión transitorias o simplemente no fueron utilizados.

Otro mecanismo de expansión es la compra de divisas a los agentes del sector privado, el cual a lo largo del 2001 ha significado una expansión cercana a los 620 mil millones de pesos (269.3 millones de dólares a través del ejercicio de las opciones *put*).



Fuente: Banco de la República

Además de que éste nos es un monto de expansión especialmente alto para un período de 9 meses, es necesario anotar que este mecanismo no se implementó con propósitos monetarios sino de tipo cambiario. Por lo tanto, la inyección de recursos al sistema por esta vía no se presenta en momentos de iliquidez del mercado o de alta demanda por recursos, sino cuando se cumplen determinadas condiciones en el mercado cambiario, que pueden no coincidir con las necesidades del mercado monetario. Esto reduce, por lo tanto, el margen de maniobra del Banco de la República para hacer frente a la coyuntura de las tasas de interés.

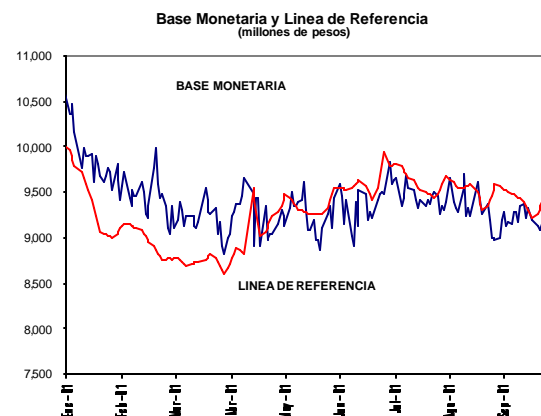
Sin embargo, es claro que la acumulación de reservas por parte del Banco de la República tiene efectos sobre el monto de recursos en el mercado, y es por esto que el Banco de la República ha incrementado el monto de las opciones *put* para acumulación de reservas a subastar en los últimos meses del año.

Finalmente, el Banco de la República no ha utilizado a lo largo de 2001 los mecanismos de expansión permanente como la compra definitiva de títulos de deuda pública al sistema financiero. Este mecanismo ha sido implementado tradicionalmente por la autoridad monetaria para hacer frente al incremento en la demanda por efectivo que ocurre de forma estacional al final de cada año. Para este año el Banco de la República anunció compra definitivas de TES por un

mínimo de 100 mil millones de pesos en el último trimestre del año.

En conclusión, si bien el Banco de la República ha reaccionado a los signos de desaceleración de la producción con lo que podría considerarse una “receta tradicional”, como es bajar las tasas de intervención e inyectar recursos en forma amplia al sistema, estas medidas no han sido especialmente agresivas. No se han utilizado mecanismos de inyección permanente de recursos y la expansión derivada de la compra de divisas es un resultado asociado a una política cambiaria y no hizo parte de una política monetaria diseñada para responder a la coyuntura de desaceleración del consumo y la inversión.

Una forma de evaluar si la actividad expansionista del Banco de la República en el mercado ha sido tan agresiva como hubiera podido ser, es observar la evolución de la Base Monetaria respecto a su línea de referencia, que ha sido calculada por el propio Banco de la República. Como se observa en el gráfico, desde el mes de junio la Base Monetaria observada ha estado, con pocas excepciones, por debajo de su línea de referencia. De julio a septiembre, la base monetaria estuvo, en promedio, 185 mil millones de pesos por debajo de su línea de referencia.



Fuente: Banco de la República



Lo anterior no implica que hubiera sido deseable una política expansionista más agresiva por parte del Emisor o que una mayor inyección de liquidez hubiera detenido el proceso de desaceleración de la economía colombiana. Solamente señala el hecho de que la política monetaria conducida por el Banco de la República no ha sido especialmente agresiva.

En este sentido, vale la pena señalar que, en teoría, la capacidad del Banco de la República para afectar el nivel de las tasas de interés de la economía es limitada. Además del hecho de que el Banco de la República utiliza mecanismos de liquidez de muy corto plazo (repos a 1 día) que difícilmente pueden determinar tasas de interés de mediano y largo plazo, el retorno al capital en el largo plazo en una economía está determinado por las condiciones estructurales de ésta (escasez relativa de capital), que no pueden ser modificadas directamente por políticas monetarias de expansión o contracción.

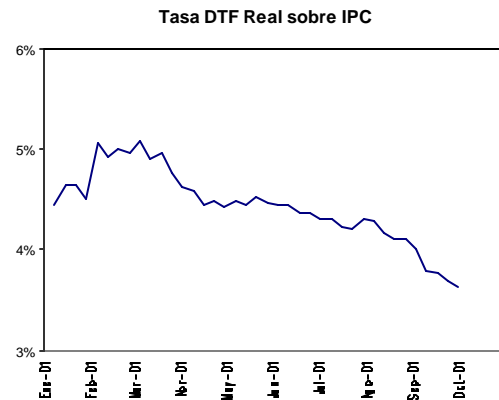
Sin embargo, la adopción de una política monetaria acertada en una coyuntura difícil en una economía puede contribuir a una recuperación rápida de su ritmo de actividad.

Habiendo visto entonces las medidas adoptadas por el Banco de la República, es necesario preguntarse ¿cuáles han sido sus efectos sobre el mercado y sobre la economía?

## 2.2 Los efectos sobre el mercado y la economía

Como ya se mencionó, la reducción de las tasas de intervención por parte del Banco de la República y los amplios cupos de liquidez en las subastas de expansión permitieron la reducción de la tasa interbancaria. Esta política de amplia liquidez, y la baja demanda por recursos de parte del sector privado permitieron que otras tasas de interés también redujeran su nivel.

En el caso de la principal tasa de referencia de la economía, la DTF, desde que el Banco de la República aceleró su ritmo de reducción de tasas (desde junio de 2001), el nivel de la DTF real empezó a caer, después de que en los primeros seis meses del año se mantuvo por encima del 4.5%, llegando incluso a superar el 5% en algunas ocasiones. Sin embargo, a partir de junio la DTF real cayó en forma sostenida de 4.5% a 3.6% al cierre de septiembre.



Fuente: Banco de la República

En la búsqueda por lograr la reactivación de la economía, la reducción de la DTF es importante en la medida en que reduce la carga financiera de aquellas personas o empresas endeudadas con obligaciones atadas a la DTF. De esta forma parte de los ingresos que antes se destinaban al pago de intereses sobre la deuda se **pueden** destinar a consumo o inversión.

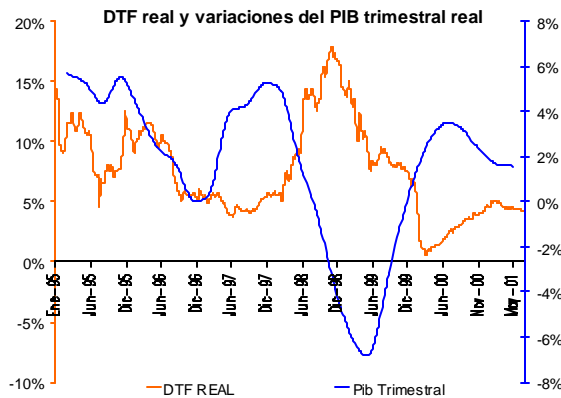
Es importante señalar que no necesariamente esos recursos se destinan a estos fines (consumo o inversión) ya que podrían destinarse a ahorro si las perspectivas de la economía no son positivas, por lo que los agentes prefieren posponer el consumo o los proyectos de inversión no resultan lo suficientemente atractivos.

Adicionalmente, la reducción en la DTF real puede incentivar la demanda de nuevos créditos, que se perciben baratos por parte de



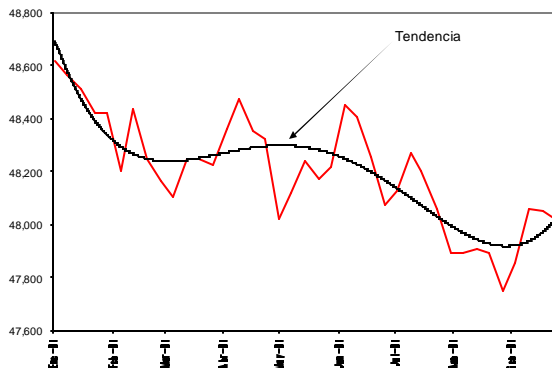
los agentes, para proyectos de inversión o consumo.

Esta relación entre tasa de interés y crecimiento de la economía ha sido muy estrecha en Colombia en los últimos años. Desde 1995, la reducción en la DTF en Colombia ha coincidido con períodos de incremento en la tasa de crecimiento de la economía, y cuando en 1999 la DTF real alcanzó su nivel más alto de la década, la producción observó su mayor contracción.



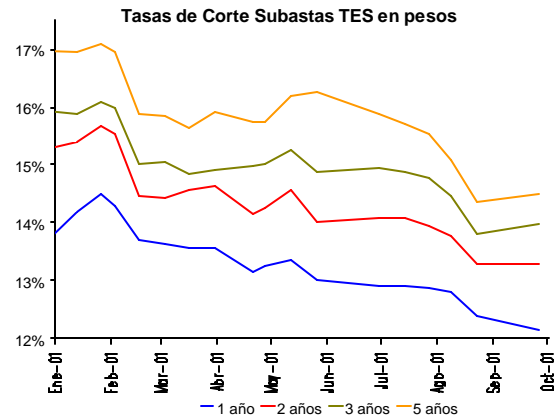
A pesar de la reducción en la DTF real, la cartera de créditos del sistema financiero no ha reaccionado y su tendencia a lo largo de 2001 ha sido de contracción. Esto indica que a pesar de la reducción en la tasa de interés, el bloqueo en el canal de crédito subsiste y por lo tanto el mayor consumo y la inversión derivadas de nuevos créditos no han tenido lugar.

Cartera Total del Sistema Financiero (miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República

Para observar el efecto sobre las tasas de más largo plazo es necesario analizar el comportamiento de las tasas de corte de las subastas de los títulos de deuda pública. A lo largo de 2001, las tasas de rendimiento de los TES en sus distintos plazos han caído.



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

El comportamiento de los rendimientos de los TES en los distintos plazos permite ilustrar las limitaciones de la intervención de la autoridad monetaria sobre todas las tasas de interés en el mercado. A pesar de que la tasa de los TES de 1 año ha caído a lo largo de todo 2001, la tasa de los plazos más largos detuvo su caída en septiembre y de hecho los TES de 3 y 5 años observaron incremento en el nivel de sus tasas. Es decir, que a pesar de que el Banco de la República siguió reduciendo sus tasas de intervención e incrementando la liquidez en el mercado, el efecto de estas medidas se reduce a los títulos de plazo más corto.

Los efectos de la reducción de las tasas de negociación de los TES en la economía se pueden ver por dos vías. La primera, como tasa de referencia para otras operaciones de crédito, y la segunda como un menor costo de financiamiento para la Nación.

En el primer caso, el mecanismo es igual al descrito para la DTF. Específicamente, se esperaría que la caída en la rentabilidad de los



TES condujera al sistema financiero a reducir su posición en títulos de deuda pública e incrementar los créditos al sector real. Sin embargo, como ya se mostró, la cartera de créditos no sólo no ha crecido sino que ha venido cayendo. Respecto a la posición de TES del sistema financiero, ésta, en lugar de caer, ha crecido un 87% en lo corrido del año al pasar de 2 billones de pesos al cierre de 2000 a 3.84 billones de pesos al cierre de septiembre. Es decir, que por esta vía la reducción de las tasas de interés tampoco ha logrado reactivar el consumo del sector privado.

El otro efecto reactivador sobre la economía de un nivel de tasas de interés menor es el reducir el costo de endeudamiento del sector público dándole un mayor margen al Estado para incrementar el gasto y de esta forma dar un mayor impulso a la economía. Sobre este punto es necesario subrayar que: i) En la medida en que los títulos del Gobierno son de tasa fija, el alivio en el pago de intereses se verá en los próximos años y no en el actual. De hecho los pagos de servicio de deuda de este año no se modifican con la reducción de las tasas de interés de los TES, ii) Aunque el Gobierno Nacional quisiera incrementar su gasto con cargo al ahorro futuro derivado de las menores tasas de interés actuales, la posición fiscal actual del Gobierno Nacional no le da este margen de maniobra. De hecho, la menor tasa de crecimiento de la economía en 2001 y su efecto sobre los recaudos tributarios llevaron al Gobierno Nacional a incrementar su meta de déficit fiscal para 2001.

En este punto cabe preguntarse, entonces, qué se debe hacer para subsanar las dificultades que no han permitido que la política monetaria adoptada por el Banco Central funcione correctamente y logre reactivar el consumo y la inversión en la economía.

### 2.3 ¿Porqué no han funcionado las tasas bajas?

En primer lugar es necesario repetir que el logro de una tasa de interés baja sostenible en el tiempo no depende de la actividad expansionista de la autoridad monetaria. Depende de factores estructurales entre los cuales sobresalen la entrada de capital extranjero y el incremento en la tasa de ahorro de la economía. Por lo pronto, las medidas del Banco de la República solo pueden tener efectos limitados en el tiempo, lo cual no resta importancia al hecho de que una política acertada en este campo puede hacer una gran diferencia en la evolución futura de la economía.

En el intento por buscar una respuesta a por qué la economía no ha reaccionado a la política expansionista del Banco de la República, creemos que hay tres factores principales:

1. **Rezago:** En todos los mercados, los efectos de las diferentes medidas de política monetaria sobre la evolución de la economía tienen un rezago en el tiempo cuya magnitud varía según el grado de desarrollo de los mercados y de los canales de transmisión de política monetaria. Esta es la principal razón por la cual la capacidad de avizorar la evolución futura de la economía se ha convertido en la tarea central de las autoridades monetarias en diferentes países, con el fin de que las medidas se logren tomar a tiempo.

En el caso de Colombia, el Banco de la República no adoptó una política que condujera a una reducción importante de las tasas de interés sino a partir del segundo semestre de 2001. Como se señaló en la primera parte de esta sección, en el primer semestre del año sólo se dio una reducción de la tasa de expansión equivalente a 50 pbs. En cambio, en el tercer trimestre del año, se dieron 3 reducciones en las cuales la tasa de expansión se redujo 200 pbs. Incluso la DTF real solo comenzó a caer en el segundo semestre del año. Por lo tanto, aún es muy pronto para poder ver los efectos de unas reducciones en las tasas de interés que se

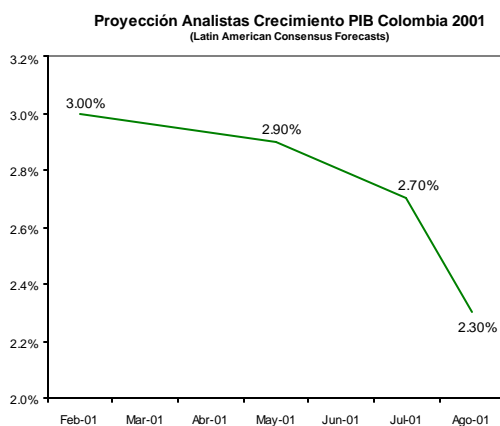


dieron en su mayor parte hace menos de tres meses.

**2. Perspectivas y Riesgo:** Aunque ambas son causas del estancamiento actual del canal de crédito que no permite que la reducción de tasas se refleje efectivamente en un mayor flujo de recursos para consumo e inversión, las hemos diferenciado por ser la primera una causa de la baja demanda de crédito y la segunda de la baja oferta.

A pesar de que el costo de los recursos caiga, si las expectativas de los agentes sobre la evolución futura de la economía son negativas éstos no solicitarán crédito. Efectos como el desempleo psicológico (percepción de una mayor probabilidad de perder el empleo) o simplemente expectativas de menores ventas en el futuro, evitan que los agentes se endeuden pues no proyectan que sus ingresos puedan pagarlo. En el caso del desempleo psicológico, prácticamente ningún nivel de tasa de interés, por bajo que sea, lograría incentivar el endeudamiento del agente.

En Colombia el deterioro de las expectativas de los agentes sobre el comportamiento futuro de la economía ha sido dramático en el último año. Para ilustrar este punto basta observar la evolución de las proyecciones de crecimiento para la economía colombiana a lo largo de 2001 de parte de los analistas.



Fuente: Latin American Consensus Forecasts

Del lado de la oferta, el hecho de que las expectativas sobre el futuro de la economía sean negativas hace que las entidades financieras sean más estrictas, al momento de realizar la evaluación de riesgo para el otorgamiento de crédito, respecto a la posibilidad del deudor de generar los recursos futuros necesarios para honrar la obligación.

Lo anterior implica un círculo vicioso en el cual las expectativas negativas de los agentes (tanto del sector real como del sector financiero) frenan la puesta en marcha de un mecanismo (crédito) que contribuiría a la reactivación de la economía. Aunque la forma de romper el círculo no es obvia, es claro que se necesita la intervención del Gobierno Nacional para evitar que la dinámica actual continúe. Entre las opciones propuestas esta el otorgamiento de garantías para reducir el riesgo asociado a los solicitantes de crédito y la puesta en marcha de mecanismos de acceso al crédito como el Fondo de Capitalización Empresarial.

Por lo pronto, estos factores nos llevan a creer a que en la medida en que estas percepciones negativas subsistan entre los agentes, reducciones adicionales en el nivel de tasa de interés poco pueden ayudar a la reactivación del sector. Sin embargo, reducciones adicionales de las tasas de intervención podrían presentarse en el futuro, gracias a que los costos que conlleva la baja de tasas de interés serían mínimos. De un lado, el buen comportamiento de la inflación a lo largo de 2001 y el casi seguro cumplimiento de la meta de 8% permite profundizar la política de expansión sin temor a comprometer la estabilidad en el nivel de precios de la economía. Del otro, las bajas tasas de interés externas evitan que las reducciones de las tasas locales conduzcan a una fuga de capitales.

Sin embargo, es necesario preguntarse ¿qué pasará en 2002 cuando el cumplimiento de la meta de inflación para ese año (6%) implique una mayor reducción de la tasa de inflación que seguramente no será compatible con la





actual política expansionista del Banco de la República?

**3. Política Fiscal:** A lo largo de 2001, el endeudamiento interno del Gobierno Nacional contó con la suerte de tener unas bajas tasas de interés en el mercado y una cartera de créditos en proceso de contracción. Sin embargo, es necesario llamar la atención sobre el alto nivel de emisión de TES por parte del Gobierno Nacional, que ha ocupado parte del espacio que anteriormente tenía la cartera de créditos en los activos del sistema financiero.

En la medida en que las consideraciones de riesgo han sido el determinante fundamental para disminuir la oferta de crédito, la existencia de una amplia oferta de títulos de deuda pública en el mercado (el menor riesgo del mercado) se convierte en la alternativa ideal para las entidades de crédito. Esta mayor emisión de TES podría justificarse, como esfuerzo reactivador, si los recursos provenientes del mayor endeudamiento se destinaran a gasto en programas de inversión pública. Sin embargo, se destinan en su mayoría a gastos de funcionamiento que son poco efectivos como reactivadores de la actividad económica y que son sustancialmente menos eficientes de lo que serían financiando proyectos productivos.

Adicionalmente, como se mencionó en la sección anterior, ya las tasas de rendimiento de los TES de largo plazo han empezado a subir, lo que podría anular parte del efecto buscado por el Banco de la República al reducir sus tasas de intervención.

En conclusión, aunque la situación fiscal se ha deteriorado por los menores ingresos tributarios, el Gobierno Nacional debe intentar en 2002 dar mayor espacio para que el sector privado pueda acceder a una mayor parte de los recursos intermediados por el sector financiero. Aunque el hecho de emitir un menor monto de TES no garantiza que los recursos del sistema financiero se destinen a créditos al sector real, al menos sí se reduce

el monto de recursos invertidos en deuda pública y por lo tanto el espacio para el crecimiento de la cartera de créditos es mayor.

### 3 Conclusiones

Aunque la política de bajas tasas de interés y amplia liquidez adoptada por el Banco de la República a lo largo de los últimos meses aun no se ha reflejado en una recuperación de mayores tasas de crecimiento de la economía, no creemos que la solución sea profundizar estas medidas en el futuro.

En primer lugar, no se debe esperar una reactivación inducida exclusivamente a partir de medidas monetarias expansionistas sino que implica corregir los desbalances estructurales de la economía, campo en el cual se ha avanzado en los últimos años, y crear condiciones atractivas para la inversión que actualmente no existen.

Aceptando las limitaciones de la autoridad monetaria para inducir una recuperación económica a través de bajar sus tasas de intervención, es necesario señalar, sin embargo, que la adopción de decisiones acertadas en el manejo de política monetaria puede contribuir a una recuperación más rápida de la economía.

En lo corrido del año la reducción de las tasas de interés por parte del Banco de la República, como respuesta a las señales de desaceleración de la economía, aún no parecen haber surtido efecto.

Creemos que existen tres razones fundamentales para este hecho:

1. Rezago: la política monetaria no tienen efectos inmediatos en la economía y las reducciones más agresivas de las tasas de interés se tomaron hace poco tiempo.
2. Perspectivas: El deterioro de las expectativas frena el consumo y la



inversión, así el costo de los recursos sea bajo.

3. Deuda Pública: Ante el temor de las entidades financieras de otorgar nuevos créditos, el aumento de la oferta de TES les ha permitido recomponer su activo, reduciendo la cartera de créditos remplazándola por títulos de deuda pública.

Respecto a los distintos mercados, creemos que su evolución en lo que resta del año no traerá mayores sorpresas.

### 3.1 Tasa de Interés:

Las amplias condiciones de liquidez y las sucesivas reducciones de las tasas de intervención del Banco de la República que no esperábamos, llevaron la DTF, al cierre del tercer trimestre, a niveles inferiores a los proyectados en nuestro informe del trimestre anterior.

Para el final de 2001, creemos que las condiciones de liquidez se mantendrán y que el compromiso del Banco de la República con la reducción de las tasas de interés mientras el crecimiento de la economía no responda (o la inflación no reaccione), presionarán aún más a la baja las tasas de interés.

Incluso, los efectos de mayores colocaciones de deuda pública o la leve reacción de la cartera de consumo y comercial del sistema financiero, no serán suficientes para revertir la tendencia de reducción de las tasas de interés.

Prevedemos una DTF real sobre IPC de 2.6% para el cierre de 2001, lo que ubicaría la DTF alrededor del 11% E.A.

### 3.2 Tasa de Cambio:

El mercado cambiario durante el tercer trimestre del año 2001 estuvo caracterizado por una tendencia devaluacionista, después de haber experimentado un periodo de excesiva calma donde la tasa de cambio se

situó alrededor de los 2,300 pesos por dólar. Al terminar el trimestre, la tasa de cambio estuvo en 2,332 pesos por dólar, por lo que la devaluación 12 meses fue de 5.44%. Consideramos que al finalizar diciembre la devaluación anual nominal estará alrededor del 7.8% , lo que implica una tasa de cambio a diciembre 31 de 2001 de 2,403 pesos por dólar.

Las razones para nuestra proyección se basan principalmente en el deterioro de la balanza comercial, el comportamiento del déficit público y la situación política del país. Con respecto a la balanza comercial, la desaceleración de las exportaciones, especialmente en lo que respecta a petróleo y café, y el incremento de las importaciones han generado que los holgados superávits comerciales del año pasado se hayan convertido en déficit, conllevando una salida neta de divisas. Por el lado del déficit fiscal, todavía no es claro que el Gobierno pueda cumplir inclusive con la nueva meta fijada con el FMI. Este hecho ha venido creando preocupaciones en el mercado por las implicaciones que tiene un mayor nivel de déficit, y por lo tanto de endeudamiento. Por último, la situación política del país, especialmente en lo que respecta al proceso de paz, sigue siendo un factor importantísimo de volatilidad que puede explotar en cualquier momento.

Adicionalmente, las contradicciones y debates al interior del Gobierno Nacional respecto a la presentación de la reforma pensional que esperan los mercados y que se contempla en el acuerdo con el FMI, agrega un factor de incertidumbre al mercado cambiario para los próximos meses.

Un factor importante a la baja para tener en cuenta en el mercado cambiario durante el último trimestre será la participación del Sector Público monetizando divisas. Sin embargo, no hay claridad sobre el monto a monetizar en el último trimestre por parte de las entidades del Estado, por lo que consideramos que al final del año van a



primar aspectos más estructurales como los en principio mencionados.

### 3.3 Acciones:

De continuar la incertidumbre mundial en torno a los hechos referentes al ataque a Estados Unidos, la volatilidad de los mercados accionarios mundiales será una constante en el próximo trimestre. En la medida en que Estados Unidos siga tratando de defender su economía de una recesión, los precios de las acciones retornarán lentamente hacia los precios en que se encontraban antes de los atentados. De no ser así, es probable que los índices accionarios más importantes encuentren un nuevo nivel de equilibrio inferior al que tenían antes de los atentados.

Esto también sucederá en Colombia seguramente, pero con el agravante del comportamiento de los indicadores macroeconómicos locales que hasta el momento no han respondido a las necesidades de reactivación económica. De otra parte, el rumbo del proceso de paz se convertirá en un factor crítico para la confianza de los inversionistas en el mercado accionario colombiano.

Pero en el panorama de estos factores negativos para las acciones, la Ley Marco del Mercado de Capitales se convierte en una esperanza para la profundización del mercado y la atracción de inversionistas de largo plazo, en especial el retorno de los fondos de inversión extranjera que han retirado sus inversiones de este mercado. De otra parte, en la medida en que los precios de muchas acciones se encuentran en unos de sus niveles más bajos desde inicios de la BVC, es muy posible que se de una corrección al alza de las acciones en los próximos meses.

Dado lo anterior, esperamos que para el final del trimestre los precios de las acciones se

ubiquen levemente por encima del cierre de este trimestre, más no retornen a los niveles de antes del 11 de septiembre. Esperamos que el IACFV para final de 2001 se ubique entre 70 y 75 puntos. Por su parte, consideramos que el IGBC se ubicará entre 900 y 950 puntos al cierre del año.

### 4.4. Inflación:

Al cierre del tercer trimestre del año, la inflación 12 meses a consumidores (7.97%) se ubicó muy cerca del rango proyectado en el anterior informe: entre 7.9% y 7.95%.

Para el último trimestre del año, la debilidad de la demanda interna permitirá que el control del nivel de precios por parte de las autoridades económicas continúe sin ser una dificultad importante.

Consideramos, sin embargo, que el comportamiento de los precios de los alimentos podría convertirse en un factor alcista de la inflación en la última parte del año.

Para el cierre de 2001 esperamos que la inflación 12 meses a consumidores cierre dentro de un rango entre 8.0% y 8.4%.

### 4.5. Crecimiento:

Los resultados de la economía en el segundo trimestre del año son la confirmación de que la desaceleración de la actividad económica es un hecho. El crecimiento del PIB en términos anuales de 1.55% en el segundo trimestre del año fue sustancialmente inferior al 2.1% proyectado en nuestro informe anterior.

En consecuencia, y con la confirmación de una demanda interna que continúa sin reaccionar, hemos reducido el crecimiento proyectado para el año a 2.5%.

**PROYECCIONES CORPORACION FINANCIERA DEL VALLE<sup>1</sup>**

Proyecciones realizadas en octubre de 2001		A 30 de septiembre de 2001 (Obs.)	A 31 de diciembre de 2001	A 31 de diciembre de 2002
<b>Tasa de Interés</b>	DTF			
Efectiva Anual		11.89%	11.0%	12.1%
<b>Tasa de Cambio</b>	TRM			
Vigente		2,332.19	2,403	2,539
<b>Acciones</b>				
Valor IGBC		931.76	925	1150
<b>Inflación</b>				
Variación IPC 12 meses		8.0%	8.2%	8.4%
<b>Crecimiento</b>				
Crecimiento Real del PIB		1.55% <sup>2</sup>	2.5% <sup>3</sup>	3% <sup>4</sup>

1\Las proyecciones corresponden al promedio del rango consignado en el Informe.

2\Ultimo dato conocido. Crecimiento del segundo trimestre año 2001 respecto al segundo trimestre del año 2000.

3\Crecimiento del año 2001 con respecto al año 2000.

4\Crecimiento del año 2002 con respecto al año 2001.