

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I. INTRODUCCIÓN

El Informe que se presenta al Honorable Congreso de la República analiza los resultados de la economía en 2003 y las perspectivas para 2004. El año anterior se caracterizó por la aceleración del crecimiento económico como consecuencia de un mayor dinamismo de la demanda interna y la paulatina recuperación de la demanda externa. Como resultado de ello, tuvo lugar una importante expansión tanto en los sectores de bienes transables, como en los de los no transables. Colombia registró una de las tasas de crecimiento más altas de América Latina, de 3,74% frente a 1,5% de la región. Así, el producto interno bruto (PIB) per cápita aumentó en 1,8 puntos porcentuales, después de más de cinco años en los cuales había disminuido. Además, excluidos los cultivos ilícitos del cálculo, el crecimiento del PIB en 2003 superó el 4,0%.

La recuperación interna, que debe atribuirse fundamentalmente al comportamiento del sector privado, fue en parte, consecuencia de la mayor confianza en la economía, producto a su vez de las políticas de seguridad democrática del actual Gobierno, la continuación del ajuste fiscal y de la política monetaria de los últimos cinco años, la cual ha podido mantener tasas de interés bajas por un tiempo prolongado. Gracias a estos factores se evidenció un aumento muy importante de la inversión, que alcanzó un 15,6% del PIB, porcentaje superior al 13,0% observado entre 1999 y 2002. Sin embargo, esta tasa de inversión todavía resulta inferior al promedio (18,5%) de las últimas tres décadas. Dicha expansión de la inversión es uno de los factores más alentadores de la actual recuperación del crecimiento, porque indica que las expectativas de los agentes son positivas y que los altos índices de crecimiento podrían mantenerse en los próximos años.

La reactivación de la demanda externa, ocurrida en la segunda parte del año, fue consecuencia de un mayor crecimiento de la economía en los Estados Unidos y en otros países, lo cual contrarrestó el impacto negativo de la contracción de la venezolana, cuyo producto disminuyó en 9,5% real en 2003. Las exportaciones no tradicionales, incluyendo oro y esmeraldas, crecieron 5,3% en dólares, pese a que la caída de las ventas a Venezuela fue superior al 39,0%. El entorno externo se caracterizó, además, por un aumento generalizado de

la demanda y los precios de los productos básicos. Así, el crecimiento de las ventas tradicionales fue superior al 12,9% nominal en el año 2003. También se registró un aumento del 24,1% en el valor en dólares de las remesas de colombianos residentes en el exterior y una disminución significativa de la prima de riesgo-país. La evolución de las condiciones externas ha estado principalmente determinada por las políticas económicas expansivas de los Estados Unidos y la devaluación del dólar frente a otras monedas. El buen comportamiento de las exportaciones y los mayores flujos de transferencias y capitales condujeron, como en otros países emergentes, a una apreciación nominal del tipo de cambio cercana al 5,42% entre el 30 de junio de 2003 y el 24 de marzo de 2004. No obstante lo anterior, la tasa de cambio real de Colombia aún se encuentra en un nivel históricamente alto como consecuencia de la gran devaluación de finales de 2002 y comienzos de 2003.

En un contexto externo relativamente favorable, y con la recuperación de la confianza de los agentes económicos, se comenzó a ver los resultados de una política monetaria que en los últimos años ha tenido un carácter más contracíclico. Esta política, a través del mantenimiento de tasas de interés reales históricamente bajas durante un período de tiempo prolongado, disminuyó el riesgo de no pago y liberó recursos para la refinanciación de las deudas, lo que permitió la recuperación del sector financiero y conjuntamente con los avances en materia de seguridad democrática y el proceso de ajuste fiscal, contribuyó al restablecimiento de la confianza en la economía. La conjunción de estos factores determinó que, después de varios años de registrar tasas de crecimiento negativas, el crédito mostrara un crecimiento real de 3,2% al final de 2003. La recuperación del dinamismo de la cartera comercial y de consumo fue aún más pronunciada.

El mayor crecimiento de la economía en 2003 vino acompañado de una creación de empleo mucho más dinámica que en años anteriores. Aunque la desocupación sigue siendo elevada en el país, su tasa cedió en más de tres puntos porcentuales a lo largo del año, al pasar del 15,6% al 12,3% en el mes de diciembre de 2003 frente a igual mes de 2002.

Al tiempo que la economía se aceleraba, se presentó una disminución de la inflación con respecto a los niveles que alcanzó en 2002, al registrarse una variación del índice de precios al consumidor (IPC) de 6,49% frente a 6,99% del año anterior. Sin embargo, esta tasa estuvo por encima de la meta de inflación establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2003, que se había fijado entre 5% y 6%. Los rubros que más presionaron al alza de los precios fueron aquellos relacionados con sectores cuyos precios están controlados y aquellos que experimentaron choques transitorios de oferta como los alimentos y los cobijados por la reforma del impuesto al valor agregado (IVA) de comienzos de 2003.

Las perspectivas para 2004 indican que se consolidará la aceleración de la economía. Las últimas proyecciones del Gobierno señalan que la tasa de crecimiento podría ser de 3,8%, o incluso mayor. Se espera que los sectores transables sigan creciendo como consecuencia de los precios de los productos básicos que continuarán en niveles altos y un crecimiento acelerado del PIB de nuestros socios comerciales, mientras que los no transables se beneficiarán del mayor dinamismo de la demanda interna, liderado por las altas tasas de inversión en la construcción y otros sectores. Este año, además, se espera que el consumo privado registre tasas de crecimiento superiores al 3,0% en términos reales, situación que ya se refleja en la mayoría de las encuestas sobre el comportamiento de esta variable. El mayor crecimiento económico permitirá que continúe el dinamismo en la creación de empleo. Así mismo, esta expansión de la economía sucederá en el contexto de una menor inflación.

Como consecuencia de los menores pronósticos de inflación para el presente año, debido, en parte, a la apreciación del tipo de cambio, la JDBR redujo en dos ocasiones, febrero y marzo de 2004, las tasas de interés de intervención en 25 puntos básicos (pb) cada una. Así mismo, reconociendo la conveniencia de acumular reservas internacionales para disminuir la vulnerabilidad de la economía, compró US\$500 millones (m) en el mercado cambiario entre diciembre y enero pasados, y anunció el 19 de marzo una nueva intervención hasta por US\$700 m adicionales para los próximos meses.

A pesar de que las perspectivas económicas son positivas, no deben subestimarse los riesgos que enfrentará el país en los próximos meses. El principal de ellos es el de un cambio sustancial en el frente externo que podría revertir las tendencias actuales de los flujos de capital. Si esto llegase a ocurrir, aún hay aspectos débiles en la economía que se verían afectados negativamente por una reversión abrupta de estos flujos para Colombia. El país se caracteriza por tener un grave problema estructural y es que su tasa de ahorro es muy baja, lo cual incrementa su dependencia del financiamiento externo, el cual es volátil por naturaleza. Parte del problema del bajo nivel de ahorro interno está asociado con el alto déficit de las finanzas públicas. Aunque la meta acordada con el Fondo Monetario Internacional (FMI) se cumplió al registrarse un déficit del 2,8% del PIB durante 2003, las perspectivas de las finanzas públicas son aún preocupantes y será necesario consolidar un mayor ajuste fiscal durante 2004 y los próximos años para disminuir la vulnerabilidad de la economía. El Gobierno Nacional y el Congreso de la República deberán continuar trabajando conjuntamente en la búsqueda de soluciones, a través de reformas estructurales, para lograr consolidar un superávit fiscal primario del 3,0%, que asegure, así, una reducción del endeudamiento público por debajo del 45,0% del PIB en el mediano plazo.

El capítulo IV del informe analiza el tema del nivel actual de las reservas internacionales, como es usual en los informes de la Junta Directiva al Congreso de

la República. En esta ocasión, se presenta el análisis efectuado a propósito de la petición que hizo el Gobierno al Banco de la República de estudiar la utilización de una porción de las reservas internacionales para prepagar una parte de la deuda externa del país. El estudio técnico de esta propuesta tuvo en cuenta diferentes criterios que se sintetizan en este capítulo, y fue su conclusión que el nivel actual de las reservas es adecuado y que no convendría hacer una utilización superior a los US\$500 m para los propósitos mencionados, por los riesgos que ello conllevaría.

Posterior al análisis efectuado, la situación externa del país ha mejorado ostensiblemente, lo que ha llevado al Banco a efectuar intervenciones en el mercado de divisas y a acumular reservas. A pesar del cambio en la situación externa que enfrenta la economía, las conclusiones del documento no han variado, e incluso se han reforzado. Así la situación externa luce muy favorable, esto no exime al país de que en el mediano plazo enfrente una crisis, que es el principal criterio por el cual se juzgó que era adecuado el actual nivel de reservas internacionales. De hecho, este riesgo se ha incrementado, toda vez que la situación externa favorable puede ser un fenómeno coyuntural, asociado con las políticas expansivas de los Estados Unidos, no sostenibles en el mediano plazo. Aún si lo fueran, como ya se mencionó, la economía colombiana todavía posee debilidades estructurales que no están superadas. En estas condiciones, el riesgo de una posible reversión abrupta de los flujos de capital es significativo.

Finalmente, en el capítulo V se presentan los estados financieros del Banco de la República. Consistente con la política de austeridad en el gasto que ha caracterizado al Banco en los últimos años, allí se muestra que este disminuyó por tercer año consecutivo en términos reales. Como consecuencia de ello, pero, además, por las tendencias del euro y el yen que superaron las previsiones, la generación de utilidades fue de \$1,4 billones (b), superiores a las proyectadas en julio de 2003 de \$660 miles de millones (mm). De estas utilidades, se trasladaron al Gobierno Nacional \$802,8 mm., después de constituir las reservas que establecen las normas legales vigentes. Para 2004 se esperan unas utilidades de \$335,4 mm, inferiores a las del año anterior por una menor revaluación esperada del euro y la reducción en las tasas de interés internacionales.

II. CRECIMIENTO DEL PIB, LA INFLACIÓN Y EL EMPLEO

Durante el año 2003, el país registró una tasa de crecimiento de 3,74%, superior a la evidenciada en los cinco años anteriores. Al excluir los cultivos ilícitos dicha tasa fue cercana al 4,0%. Colombia fue una de las economías que más creció en el contexto de América Latina, cuya expansión fue de 1,5%. El creci-

miento colombiano fue superado únicamente por Argentina (7,3%), Costa Rica (5,6%) y Perú (4,0%). Adicionalmente, por primera vez en cinco años, el PIB per cápita aumentó en 1,8%. Al tiempo que la economía se expandía, se registró además una mejoría de la situación del empleo en el país a lo largo de 2003, reflejada en una creación continua de puestos de trabajo y una disminución de la tasa de desempleo de tres puntos porcentuales al comparar el dato de diciembre contra igual mes de 2002. Aunque la información más reciente, correspondiente al mes de enero, no es tan alentadora, habrá que esperar los próximos meses para evaluar el verdadero impacto que ha tenido la recuperación económica en la situación laboral del país.

Varios factores internos y externos explican este cambio positivo en las tendencias de la economía. En el frente interno, la demanda se vio impulsada por un aumento importante de la inversión, con una expansión de 18,7%, en términos reales, liderado por el crecimiento de la construcción (19,4%) y la inversión en otros sectores industriales (7,9%). Esta característica de la recuperación, que ha estado basada en la mayor inversión, es un signo alentador, puesto que podría significar que será prolongada.

El restablecimiento de la confianza en el país, fruto, principalmente, de las medidas del actual Gobierno en materia de seguridad democrática, los avances en el ajuste fiscal y la política monetaria de bajas tasas de interés, fueron los factores que más contribuyeron a esta aceleración de la economía. En el entorno externo, el país también enfrentó un choque favorable, sobre todo en la segunda parte del año, representado por un aumento importante de la demanda externa y por una mejora significativa de los términos de intercambio. También se evidenció un mejor acceso a los mercados internacionales de crédito a menores costos durante el año 2003 y lo corrido de 2004.

Este entorno externo ha sido en buena parte, producto de la recuperación del crecimiento de los Estados Unidos, impulsado por una serie de políticas fiscales y monetarias expansivas que empezaron a tener impacto a partir del segundo trimestre del año. Así, la tasa de crecimiento de esa nación fue de 3,1% en 2003 después de un crecimiento de 2,4% en 2002 y se espera que en 2004 alcance entre 3,0% y 4,0%. La política de bajas tasas de interés en los Estados Unidos, al tiempo que se incrementaban el déficit fiscal y de la cuenta corriente de la balanza de pagos de ese país, debilitó el dólar frente a otras monedas e incentivó los flujos de capital hacia los países emergentes.

Desde el punto de vista financiero, las bajas tasas de interés internacionales han disminuido el costo del endeudamiento en el exterior. En estas condiciones, las autoridades de algunos países de la región, entre ellos Colombia, han podido rebajar las tasas de interés internas, siguiendo una política monetaria anticíclica. El acelerado crecimiento de los países de Asia, en especial de la China, por ejemplo, ha sido fruto de este tipo de políticas. Así las cosas, la

política monetaria expansiva de los Estados Unidos ha repercutido en un mayor dinamismo en la economía mundial, con el consiguiente aumento de la demanda y de los precios de los productos básicos. Estos hechos, a su vez, han reforzado el impacto positivo sobre las economías exportadoras de estos bienes, como es el caso de nuestro país. Sin embargo, este proceso ha venido acompañado de una apreciación de los tipos de cambio de la mayoría de las monedas frente al dólar.

En el año de 2004 se espera que se sigan consolidando estas tendencias del crecimiento mundial. En Colombia, el aprovechamiento de las circunstancias y del clima de confianza interno indican que la economía pueda crecer a tasas de 3,8%, o incluso superiores, en un contexto de menor inflación, cuya meta se ha fijado entre 5% y 6%.

Aunque estas perspectivas son alentadoras, hay riesgos que no deben subestimarse. La situación externa que hoy enfrenta Colombia podría cambiar en forma súbita, como ha sucedido en el pasado. Los flujos de capitales podrían tornarse negativos, por ejemplo, si se produce un cambio de la política de tasas de interés de los Estados Unidos o una crisis de confianza en los mercados emergentes. El país debe estar preparado para una reversión de esta naturaleza a fin de que no se vean comprometidos los logros en materia de crecimiento económico. La economía colombiana aún posee debilidades que la hacen especialmente vulnerable en una situación externa más adversa. Sin duda, la principal se relaciona con la baja tasa de ahorro interno, lo cual incrementa nuestra dependencia de los flujos de capital externos. Una de las causas de esta baja tasa de ahorro es el desequilibrio fiscal¹.

A. Actividad económica

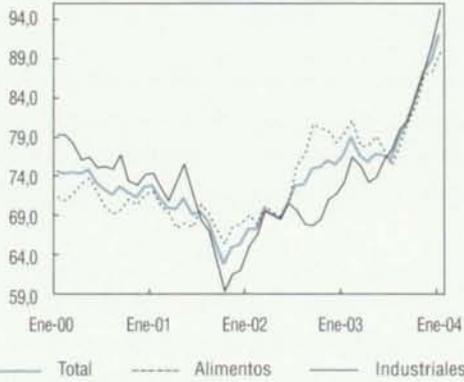
El contexto externo favorable estimuló el crecimiento del sector de bienes transables durante 2003. En particular, el aumento en los precios de los productos básicos se tradujo en un mejoramiento importante en los términos de intercambio frente a los niveles observados en los dos años inmediatamente anteriores. Esto, unido al mayor dinamismo que presentó la demanda mundial, permitió un crecimiento importante de las exportaciones tradicionales desde comienzos de 2003, lideradas por las de carbón, oro y ferroníquel (Gráfico 1). La mayor demanda externa también permitió una recuperación de las exportaciones industriales no tradicionales a los Estados Unidos, compensando la contracción de las ventas hacia Venezuela y Ecuador.

¹ Para una profundización de este tema, véase el capítulo III, Política macroeconómica, y la sección sobre la política fiscal.

Gráfico 1

Principales características del entorno externo que enfrentó Colombia durante 2003

Índice mensual del precio de los productos básicos
(1995 = 100)



Términos de intercambio
(Media geométrica, Jul/98-Jun/99 = 100)



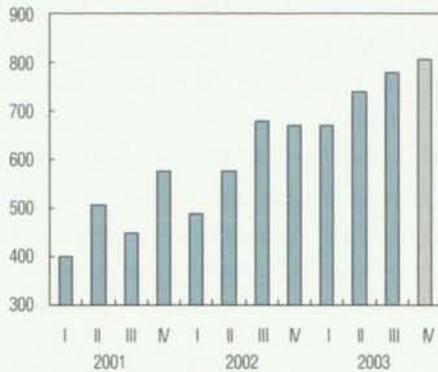
Exportaciones tradicionales
(Últimos 12 meses)



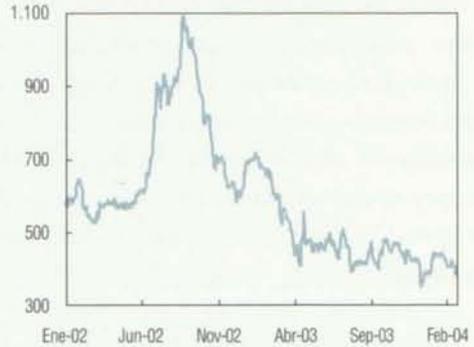
Exportaciones no tradicionales industriales a los Estados Unidos
(Últimos 12 meses)



Remesas de los trabajadores
(Millones de dólares)



Embi+ Colombia
(Puntos básicos)



Fuente: Banco de la República y DANE.

El crecimiento mundial, las bajas tasas de interés internacionales y la devaluación del dólar y las mejores expectativas sobre la economía colombiana y de la región también explican el aumento de las remesas de colombianos residentes en el exterior hacia nuestro país. Estos factores se reflejaron en una disminución continua de la prima de riesgo-país. Todo lo anterior contribuyó a que aumentara el ingreso nacional, siendo este uno de los factores de la recuperación de la economía.

Simultáneamente, como consecuencia de un clima de mayor confianza, desde el segundo trimestre de 2002 se observó también una aceleración en la tasa de crecimiento de la demanda interna. La recuperación, asociada con la evolución de la demanda privada, se debe atribuir en buena parte al largo período durante el cual se mantuvieron bajas las tasas de interés reales, permitiendo la reducción de los costos y niveles de endeudamiento y asegurando un sano servicio de la deuda para prestatarios y prestamistas. Reflejo de esta situación fue la recuperación del crédito, que a finales de 2003 mostró un crecimiento real positivo de 3,2% (con cifras a diciembre), el primero en varios años. El crecimiento de la cartera comercial y de consumo ha sido sustancialmente mayor (Gráfico 2).

Las perspectivas para 2004 son alentadoras. Se espera que la economía siga creciendo a tasas del 3,8%, o inclusive mayores (Cuadro 1). El consumo privado continuaría repuntando gracias al crecimiento del ingreso disponible de los hogares, a pesar de los mayores impuestos asociados a la reciente reforma tributaria. En efecto, se espera que este factor sea más que compensado por el mayor crecimiento económico, la mejora en los términos de intercambio, el alto volumen de transferencias del exterior, y el mejoramiento del empleo. Al mayor dinamismo del consumo contribuyen también el bajo nivel de las tasas de interés reales y el fuerte dinamismo del crédito de consumo. Finalmente, el aumento en los precios de los activos tiene un efecto de riqueza positivo y los indicadores de confianza de los consumidores han repuntado sistemáticamente.

La inversión privada continuará impulsando el crecimiento de la demanda interna gracias a las bajas tasas de interés, las amplias condiciones financieras existentes en la economía (como lo muestran el crecimiento de M3 y del crédito), las posibles entradas de capitales externos y las expectativas de mayores utilidades futuras. De hecho, las utilidades de las empresas aumentaron sustancialmente en el último año (Cuadro 2). Este aumento también posibilita la financiación de mayores niveles de inversión, a lo cual se agrega el efecto del incentivo aprobado en la reforma tributaria reciente para la reinversión de utilidades. Además, como se indicó, en varios sectores la utilización de la capacidad ya es relativamente alta, por lo cual es posible que se presenten decisiones de inversión en el corto plazo. Finalmente, es evidente la mejora en el

Gráfico 2

Características de la recuperación de la demanda interna y la contribución del crédito, 2003

(Porcentaje)



(pr) Preliminar.

Fuente: DANE y Superintendencia Bancaria.

clima de confianza y en la seguridad, y se espera que esta situación se mantenga hacia el futuro.

En este contexto, el crecimiento económico en 2004 puede ser mayor que el de 2003 (3,74%) liderado por sectores como la construcción (10,2%), transporte (6,1%), comercio (5,1%) e industria (4,5%).

Cuadro 1
Crecimiento anual del PIB por el lado de la demanda
(Variación porcentual)

	2002 (pr)					2003 (pr)					2004
	I	II	III	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual	(proy)
									1/	1/	1/
Producto interno bruto	0,03	2,37	1,92	2,72	1,76	3,82	2,36	4,17	3,49	3,74	3,80
Importaciones totales	(8,12)	(1,03)	4,26	8,20	0,83	9,39	1,87	10,32	8,60	9,54	4,60
Total oferta final	(1,26)	1,83	2,29	3,58	1,62	4,64	2,28	5,15	5,17	4,65	3,80
Consumo final	1,96	2,36	2,33	2,67	2,33	1,00	1,64	1,61	3,63	2,12	3,20
Hogares 2/	2,52	2,57	2,73	3,92	2,94	1,03	1,83	2,20	3,48	2,39	n.d.
Consumo final interno hogares 3/	2,15	2,22	2,65	3,57	2,65	1,25	1,81	2,24	3,38	2,36	n.d.
No durables	0,34	1,00	1,41	1,01	0,94	(1,03)	(1,36)	1,04	2,16	0,83	n.d.
Semidurables	5,29	0,97	7,61	21,00	8,72	(1,05)	8,60	2,94	3,46	2,76	n.d.
Servicios	1,92	1,96	1,83	1,84	1,89	2,90	2,97	2,87	2,52	2,81	n.d.
Durables	13,01	16,61	10,15	6,60	11,41	8,72	4,00	4,47	18,06	8,92	n.d.
Gobierno	0,39	1,77	1,20	(0,88)	0,62	0,92	1,09	(0,11)	4,08	1,35	n.d.
Formación bruta de capital	(17,42)	4,69	15,26	20,40	5,55	38,19	7,09	17,10	13,72	18,67	10,20
Formación bruta de capital fijo	1,01	7,56	7,15	11,48	6,96	16,62	5,85	12,78	15,48	13,12	n.d.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	10,47	14,78	17,26	11,42	13,43	(0,14)	1,31	1,80	(0,64)	(1,54)	n.d.
Maquinaria y equipo	(1,87)	(3,31)	5,21	5,65	1,47	12,00	10,45	21,82	26,78	20,43	n.d.
Equipo de transporte	(18,65)	8,23	15,25	25,78	8,36	62,88	(6,29)	(2,62)	(7,80)	5,07	n.d.
Edificaciones	29,33	33,11	23,20	33,26	29,72	8,84	19,13	22,63	25,97	19,38	n.d.
Obras civiles	(16,52)	(2,49)	(7,65)	(5,60)	(7,86)	24,86	(9,83)	(1,54)	0,95	2,51	n.d.
Subtotal: demanda final interna	(1,02)	2,72	4,25	5,31	2,82	5,77	2,49	4,14	5,40	4,73	4,50
Exportaciones totales	(2,44)	(2,69)	(7,59)	(5,26)	(4,50)	(1,21)	1,19	10,88	3,88	4,17	3,50
Total demanda final	(1,26)	1,83	2,29	3,58	1,62	4,64	2,28	5,15	5,17	4,65	3,80

n.d. No disponible.

(pr) Preliminar.

(proy) Proyección del Banco de la República.

1/ Las cifras para el cuarto trimestre y el total de 2004, son preliminares al 30 de marzo de 2004, el resto de las cifras para 2003 y 2002 son preliminares a marzo 29 de 2004.

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

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

Fuente: DANE.

B. Balanza de pagos

1. Comportamiento de la balanza de pagos durante el año 2003

La balanza de pagos de Colombia arrojó un déficit en cuenta corriente de US\$1.389 m (1,8% del PIB), y un monto muy parecido de entradas netas de capital por US\$1.384 m durante el año 2003. Las reservas brutas permanecieron virtualmente estables con respecto al nivel de 2002 y su saldo a diciembre de 2003 ascendió a US\$10.921 m (Cuadro 3).

Cuadro 2

Resultados financieros de empresas que reportan a la Superintendencia de Valores
(Muestra de 116 empresas no financieras)

	Diciembre		Crecimiento	
	2002	2003	Nominal	Real
	(Millones de pesos)		(Porcentaje)	
Total activo	53.011.058	59.467.575	12,2	5,3
Total pasivo	20.038.946	21.132.177	5,5	(1,0)
Total patrimonio	32.972.112	38.335.398	16,3	9,2
Ingresos operacionales	23.772.747	26.686.149	12,3	5,4
Utilidad bruta	8.357.255	9.406.524	12,6	5,7
Utilidad operacional	2.511.222	3.440.076	37,0	28,6
Utilidad antes de impuestos	1.738.476	2.898.746	66,7	56,6
Ganancia y pérdidas	1.138.939	2.252.886	97,8	85,7

Fuente: Superintendencia de Valores.

a. Cuenta corriente

Durante el año 2003 el déficit en cuenta corriente disminuyó US\$192 m, con respecto al de 2002, a lo cual contribuyó de manera importante el aumento en US\$682 m en las transferencias corrientes. La balanza comercial presentó un superávit de US\$89 m, inferior en US\$136 m al obtenido en 2002. El balance comercial positivo fue resultado de exportaciones por US\$13.576 m e importaciones por US\$13.487 m.

El Cuadro 4 resume el comportamiento de las exportaciones, por producto, durante el año 2003. El crecimiento de las exportaciones obedeció a las mayores ventas externas de productos tradicionales (US\$694 m), especialmente las de carbón que crecieron US\$430 m. A su vez, las mayores ventas de hidrocarburos (US\$108 m) contribuyeron a este comportamiento, gracias al alza en los precios de exportación que pasaron de un promedio anual de US\$24,22 por barril en 2002 a US\$28,62 por barril en 2003. También aumentaron las ventas de ferroníquel (US\$121 m) y las de café (US\$34 m). Las exportaciones no tradicionales aumentaron durante el año 2003 en US\$326 m, debido a las ventas de los productos del sector minero (US\$531 m), sobresaliendo los ingresos externos por concepto de las ventas de oro que se incrementaron US\$491 m, como resultado del aumento de los volúmenes exportados² y los

² Una de las explicaciones de este comportamiento es la recomposición de las ventas externas del metal en favor de las exportaciones de oro en bruto y en detrimento de las exportaciones de pigmentos de oro, las cuales se habían beneficiado con el CERT hasta finales de 2002, cuando se eliminó el subsidio.

Cuadro 3
Balanza de pagos de Colombia - Resumen

	Millones de dólares			Como % del PIB			Diferencia
	2002 (pr)	2003 (e)	2004 (proy)	2002 (pr)	2003 (e)	2004 (proy)	2003-2002 US\$ millones
I. CUENTA CORRIENTE	(1.580)	(1.389)	(2.335)	(2,0)	(1,8)	(2,6)	192
Ingresos	17.636	19.345	20.424	22,2	25,0	22,6	1.709
Egresos	19.216	20.733	22.759	24,2	26,8	25,2	1.517
A. Bienes y servicios no factoriales	(1.233)	(1.384)	(2.193)	(1,6)	(1,8)	(2,4)	(151)
1. Bienes	225	89	(633)	0,3	0,1	(0,7)	(136)
Exportaciones	12.302	13.576	14.464	15,5	17,6	16,0	1.274
Importaciones	12.077	13.487	15.097	15,2	17,4	16,7	1.410
2. Servicios no factoriales	(1.458)	(1.473)	(1.559)	(1,8)	(1,9)	(1,7)	(15)
Exportaciones	1.858	1.931	2.014	2,3	2,5	2,2	73
Importaciones	3.316	3.405	3.574	4,2	4,4	4,0	89
B. Renta de los factores	(2.820)	(3.159)	(3.415)	(3,5)	(4,1)	(3,8)	(339)
Ingresos	699	475	464	0,9	0,6	0,5	(223)
Egresos	3.518	3.634	3.879	4,4	4,7	4,3	116
C. Transferencias corrientes	2.473	3.154	3.272	3,1	4,1	3,6	682
Ingresos	2.777	3.362	3.482	3,5	4,3	3,9	585
Egresos	304	207	210	0,4	0,3	0,2	(97)
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	1.238	1.384	2.846	1,6	1,8	3,2	146
A. Cuenta financiera	1.238	1.384	2.846	1,6	1,8	3,2	146
1. Flujos financieros de largo plazo	(1.485)	2.016	1.544	(1,9)	2,6	1,7	3.501
a. Activos	851	110	111	1,1	0,1	0,1	(741)
i. Inversión directa colombiana en el exterior	857	110	111	1,1	0,1	0,1	(747)
ii. Préstamos 1/	(6)	0	0	(0,0)	0,0	0,0	5
iii. Arrendamiento financiero	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
iv. Otros activos	(1)	0	0	(0,0)	0,0	0,0	1
b. Pasivos	(605)	2.152	1.681	(0,8)	2,8	1,9	2.757
i. Inversión extranjera directa en Colombia	2.043	1.623	1.293	2,6	2,1	1,4	(420)
ii. Préstamos 1/	(2.485)	790	665	(3,1)	1,0	0,7	3.275
Sector público	(1.299)	1.316	1.226	(1,6)	1,7	1,4	2.615
Sector privado	(1.187)	(527)	(560)	(1,5)	(0,7)	(0,6)	660
iii. Arrendamiento financiero	(162)	(260)	(277)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(98)
Sector público	(3)	(19)	16	(0,0)	(0,0)	0,0	(16)
Sector privado	(160)	(242)	(293)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(82)
iv. Otros pasivos	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
Sector público	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
Sector privado	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
c. Otros Mov. financieros de largo plazo	(30)	(26)	(26)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	4
2. Flujos financieros de corto plazo	2.724	(632)	1.302	3,4	(0,8)	1,4	(3.355)
a. Activos	(2.335)	1.020	(853)	(2,9)	1,3	(0,9)	3.354
i. Inversión de cartera	(2.029)	1.055	(1.083)	(2,6)	1,4	(1,2)	3.084
Sector público	(1.627)	582	(788)	(2,0)	0,8	(0,9)	2.209
Sector privado	(402)	473	(295)	(0,5)	0,6	(0,3)	875
ii. Préstamos 1/	(306)	(35)	230	(0,4)	(0,0)	0,3	271
Sector público	42	0	0	0,1	0,0	0,0	(42)
Sector privado	(348)	(35)	230	(0,4)	(0,0)	0,3	313
b. Pasivos	389	388	449	0,5	0,5	0,5	(1)
i. Inversión de cartera	16	0	0	0,0	0,0	0,0	(16)
Sector público	(1)	0	0	(0,0)	0,0	0,0	1
Sector privado	17	0	0	0,0	0,0	0,0	(17)
ii. Préstamos 1/	373	388	449	0,5	0,5	0,5	15
Sector público	109	(205)	0	0,1	(0,3)	0,0	(314)
Sector privado	264	593	449	0,3	0,8	0,5	329
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	480	(179)	0	0,6	(0,2)	0,0	(660)
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	138	(184)	511	0,2	(0,2)	0,6	(322)
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	10.844	10.921	11.432	13,6	14,1	12,7	77
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	10.841	10.917	11.428	13,6	14,1	12,7	76
Meses de importación de bienes	10,77	9,72	9,09				
Meses de importación de bienes y servicios	6,88	6,38	6,08				
PIB nominal en millones de dólares	79.506	77.340	90.267				
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	188	(186)	511	0,2	(0,2)	0,6	(374)

Supuestos 2004: Precios de exportación: café US\$0,75 / libra (*Exdock*); petróleo US\$28,62 / barril; crecimiento de importaciones de bienes 13,1% (12,0% sin Plan Colombia y sin Plan Fortaleza).

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

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

2/ Según metodología de la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 4
Exportaciones FOB
Según principales productos y sectores económicos (pr)
(Millones de dólares)

	Enero-Diciembre		Variación	
	2002	2003	Absoluta	%
Exportaciones tradicionales	5.309,8	6.004,2	694,4	13,1
Café	772,2	806,3	34,1	4,4
Carbón	990,2	1.420,8	430,6	43,5
Ferroniquel	272,5	394,1	121,6	44,6
Petróleo y derivados	3.275,0	3.383,1	108,1	3,3
Exportaciones no tradicionales 1/	6.597,7	6.924,1	326,4	4,9
Sector agropecuario	1.382,8	1.362,9	(19,9)	(1,4)
Sector industrial	4.953,7	4.768,5	(185,3)	(3,7)
Sector minero 2/	261,1	792,7	531,6	n.a.
Total exportaciones	11.907,5	12.928,3	1.020,8	8,6

(pr) Preliminar.
n.a. No aplica.
1/ No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras. Incluye ajustes de balanza de pagos.
2/ Incluye oro y esmeraldas.
Fuente: DANE y Banco de la República.

mejores precios internacionales³. De manera contraria, los ingresos externos por las ventas de material de transporte, maquinaria y equipo, y productos químicos, se redujeron US\$465 m, como consecuencia de la caída en las ventas a Venezuela y Ecuador (Cuadro 5).

Las importaciones presentaron un crecimiento anual de 9,5% en 2003. La dinámica de las importaciones obedece fundamentalmente al incremento en las compras de bienes de capital (15,5%), especialmente de las importaciones de maquinaria para el sector industrial y materiales para la construcción. En menor medida, contribuyeron al crecimiento de las importaciones las mayores compras de bienes intermedios (10,1%, Cuadro 6).

b. Cuenta de capital

Durante 2003, la cuenta de capital y financiera registró ingresos netos de recursos por US\$1.384 m, superiores en US\$146 m a lo observado en el año anterior. Las entradas de recursos en 2003 se explican por los flujos de capital

³ Las exportaciones de oro no monetario y esmeraldas se reclasificaron en el grupo de exportaciones no tradicionales. Esta clasificación facilita la comparación de las estadísticas de exportaciones no tradicionales que publica el DANE y las que reporta el Banco de la República en la balanza de pagos.

Cuadro 5
Valor en dólares de las exportaciones de Colombia, 2003
 (Crecimiento porcentual anual)

	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	Resto	Total
Totales	14,8	(39,0)	(13,5)	2,7	(20,4)	15,5	20,9	8,6
No tradicionales	30,7	(40,2)	(13,0)	(6,3)	35,9	5,8	10,4	4,9
Sector agropecuario	(1,9)	(13,9)	(45,9)	5,8	36,5	9,5	(2,3)	(1,4)
Sector industrial	25,8	(42,2)	(20,0)	(12,0)	35,5	6,0	6,9	(3,7)
Alimentos, bebidas y tabaco	25,4	(22,4)	(16,4)	(23,2)	15,2	31,0	24,1	9,1
Hilados y tejidos	30,6	(22,4)	26,8	0,0	35,7	4,1	21,1	11,2
Confecciones	50,7	(50,0)	7,6	100,0	7,5	1,4	11,0	19,1
Productos plásticos y de caucho	0,2	(60,6)	1,1	n.a.	133,3	(0,4)	73,1	5,0
Cuero y sus manufacturas	4,4	(48,8)	(15,7)	(54,0)	44,9	15,9	10,6	4,3
Madera y sus manufacturas	147,8	(68,7)	45,7	n.a.	(16,7)	59,6	3,0	36,5
Artes gráficas y editorial	51,1	(40,4)	10,7	11,3	(60,0)	16,2	29,9	7,6
Industria química	(27,2)	(16,7)	7,1	190,7	151,6	8,1	(9,5)	(8,6)
Minerales no metálicos	12,1	(54,5)	(12,8)	50,0	n.a.	19,3	4,8	1,3
Industria metales comunes	29,0	(58,5)	(5,4)	51,7	182,6	0,5	14,2	0,9
Maquinaria y equipo	3,5	(29,1)	(3,9)	(78,4)	461,1	(15,3)	(6,2)	(9,7)
Material de transporte	45,8	(90,7)	(91,8)	n.a.	87,5	(68,3)	(47,0)	(86,3)
Aparatos de óptica, cine y otros	124,9	(58,5)	(18,5)	(61,9)	11,1	22,9	22,6	25,3
Otras industrias	40,8	(58,9)	9,4	90,5	207,4	46,1	31,2	12,5
Sector minero (*)	198,3	(51,4)	802,1	(9,2)	11,1	(40,8)	297,0	203,6

n.a. No aplica.
 (*) Incluye oro y esmeraldas.
 Fuente: DANE y Banco de la República.

Cuadro 6
Importaciones (FOB), según destino económico (pr)
 (Millones de dólares)

	Enero-Diciembre		Variación	
	2002	2003	Absoluta	%
Bienes de consumo	2.521,0	2.499,0	(22,0)	(0,9)
Duraderos	1.409,1	1.314,2	(94,9)	(6,7)
No duraderos	1.111,8	1.184,8	72,9	6,6
Bienes intermedios	5.373,1	5.916,4	543,3	10,1
Combustibles y lubricantes (*)	174,1	222,2	48,1	27,7
Para la agricultura	438,1	496,3	58,2	13,3
Para la industria	4.761,0	5.197,9	436,9	9,2
Bienes de capital	3.971,9	4.589,2	617,3	15,5
Materiales de construcción	164,0	197,9	33,9	20,6
Para la agricultura	42,5	50,7	8,1	19,1
Para la industria	2.293,6	2.787,8	494,2	21,5
Equipo de transporte	1.471,7	1.552,8	81,0	5,5
Bienes no clasificados	33,2	25,2	(8,0)	(24,2)
Importaciones totales	11.899,2	13.029,7	1.130,6	9,5

(pr) Preliminar.
 (*) Incluye derivados del petróleo y del carbón.
 Fuente: Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) y DANE.

de largo plazo que totalizaron US\$2.016 m, contrarrestando las salidas de capital de corto plazo que sumaron US\$632 m (Cuadro 3).

La inversión extranjera directa neta ascendió a US\$1.623 m, con una disminución anual de US\$420 m respecto al valor contabilizado en 2002. Este resultado se explica principalmente por las menores inversiones recibidas en el sector petrolero y en el agrícola. Cabe destacar, que los recursos recibidos por inversión directa se dirigieron principalmente a los sectores de minería, construcción, manufactura, transporte y comunicaciones.

Descontando la inversión directa neta, el flujo de financiamiento de largo plazo de los sectores público y privado fue de US\$1.272 m y -US\$768 m, respectivamente. El flujo de capitales de corto plazo registró salidas por US\$632 m, hecho que contrasta con los US\$2.724 m de ingresos contabilizados en 2002. Las salidas registradas durante 2003 corresponden a la constitución de inversiones en el exterior por US\$1.055 m realizadas por las entidades del sector público (US\$582 m) y los agentes del sector privado (US\$473 m). Por su parte, los pasivos de corto plazo registraron entradas netas de US\$388 m, que corresponden principalmente a los obtenidos por las empresas del sector privado no financiero y que fueron contrarrestados por los pagos de los préstamos de corto plazo efectuados por las entidades financieras y por las no financieras del sector público (US\$205 m).

c. Variación de las reservas internacionales

Como resultado de los movimientos de bienes y servicios y de capital de 2003, se presentó una desacumulación de reservas internacionales netas, sin incluir valorizaciones, de US\$186 m. Su saldo ascendió a US\$10.917 m, equivalente a 9,7 meses de importación de bienes, 6,4 meses de importaciones de bienes y servicios y 1,1 veces el valor de las amortizaciones de deuda pública y privada durante el año siguiente.

2. Perspectivas de la balanza de pagos para 2004

De acuerdo con la proyección actual de balanza de pagos, en 2004 el déficit en cuenta corriente ascendería a US\$2.335 m (2,6% del PIB). La financiación de este déficit sería por ingresos de capital esperados por US\$2.846 m (3,2% del PIB), originados en entradas netas de capital de largo y corto plazo por US\$1.544 m y US\$1.302 m, respectivamente (Cuadro 3).

En relación con la estimación de cuenta corriente, se prevé un crecimiento en el nivel de las exportaciones para el año de 6,54% sin incluir las operaciones especiales de comercio. En particular, se espera un incremento de las ventas externas en dólares de bienes tales como ferróníquel (35,0%), oro (16,2%), carbón (12,1%), productos no tradicionales (8,2%) y café (8,1%).

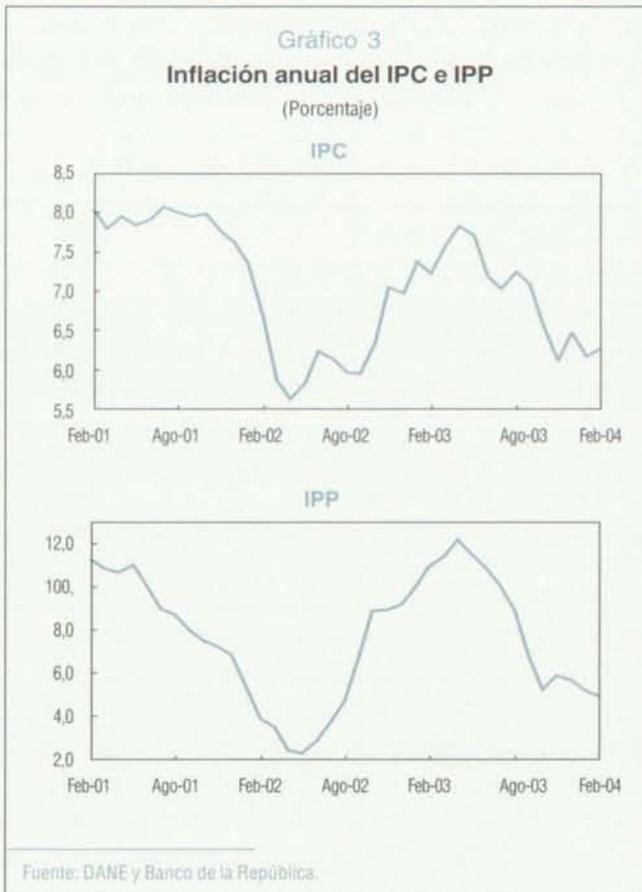
Por su parte, las exportaciones de productos como petróleo y derivados aumentarían 2,9%. Adicionalmente, el crecimiento esperado en las importaciones de bienes ascendería a 11,9% en respuesta a un mayor crecimiento de la economía.

La proyección de la cuenta de capital y financiera incorpora flujos de largo plazo por US\$1.544 m y entrada de recursos de corto plazo por US\$1.302 m. Se espera un flujo de inversión extranjera directa neta de US\$1.293 m y un endeudamiento externo neto del sector público de largo plazo de US\$1.242 m. Por el contrario, la proyección contempla pagos netos de deuda de largo plazo del sector privado por US\$853 m. El comportamiento de los flujos de corto plazo lo explicaría en buena parte el sector público, que liquidaría inversiones en el exterior por un valor cercano a US\$788 m, fundamentalmente atribuibles al Gobierno Central y al Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP).

C. Inflación

En 2003 la inflación de precios al consumidor fue de 6,49%, 49 pb por encima del límite superior del meta-rango que se había fijado entre 5% y 6% (Gráfico 3). Los rubros que más presionaron la inflación fueron los relacionados con los precios controlados y los que se atribuyeron a choques transitorios de oferta. En particular, el aumento de los servicios públicos fue de 14,5% y de los combustibles de 21,8%. En diciembre se registró un repunte de la inflación de alimentos por factores climáticos y el paro de transporte que tuvo lugar en las primeras semanas de diciembre de 2003.

La inflación de los otros rubros de la canasta (excluyendo alimentos primarios, servicios públicos y combustibles) presentó dos tendencias distintas. Por un lado, los



bienes que se consideran transables, y que por lo tanto son afectados por el comportamiento de la tasa de cambio, registraron una inflación por encima de la meta (7,3%). Este comportamiento refleja el impacto rezagado sobre los precios de los movimientos de la tasa de cambio, la cual se depreció 14,7% en promedio entre 2002 y 2003. La estabilización y posterior reducción del tipo de cambio (que a la fecha no ha sido mayor que el 3,5% en promedio) permitió que la inflación de transables comenzara a disminuir. De otra parte, la inflación de los rubros del IPC considerados como no transables (excluyendo alimentos primarios, servicios públicos y combustibles) se situó por debajo de la meta (4,9% en diciembre).

Entre los principales factores que influyeron sobre la inflación en 2003 pueden destacarse:

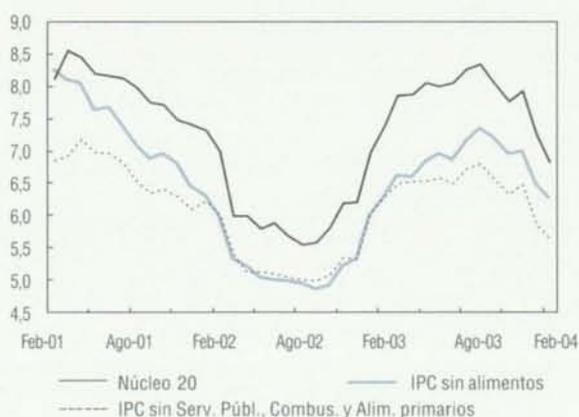
- La tasa de cambio, cuyo comportamiento había generado importantes presiones inflacionarias desde mediados de 2002, empezó a tener un efecto favorable sobre la inflación. En efecto, después de la fuerte depreciación entre el tercer trimestre de 2002 y el primero de 2003, la tasa de cambio mostró cierta estabilidad y en el último trimestre de 2003 y a comienzos de 2004 se apreció en más de 7,0%
- Los excesos de capacidad se han venido reduciendo, a partir de niveles históricamente altos a comienzos del decenio. La reducción de los excesos se ha dado a una velocidad mayor en los dos últimos trimestres.
- La ocurrencia de un conjunto de choques de oferta (IVA y choques sobre la inflación de alimentos) y ajustes en los precios de bienes y servicios regulados.

Por su parte, los datos disponibles de inflación de enero de 2004 muestran una consolidación de las anteriores tendencias. La inflación al consumidor fue más baja que la registrada en 2003, y la inflación anual continuó reduciéndose, al situarse en 6,2% (Gráfico 3). La inflación básica también siguió su tendencia descendente, como se deduce de la evolución de sus indicadores (Gráfico 4). Por su parte, la inflación de transables continuó a la baja, mientras que la de no transables aumentó (Gráfico 5). Dadas las tendencias favorables mostradas por los precios que señalaban que era muy probable el cumplimiento de la meta entre 5% y 6% fijada para 2004, y el efecto de la apreciación cambiaria sobre los pronósticos de 2005, la JDBR decidió reducir en 25 pb la tasa de interés de intervención, en febrero y marzo del presente año.

Por su parte, en el mes de febrero también continuaron disminuyendo los indicadores de inflación básica, aun cuando el IPC general fue mayor que el registrado en el mismo mes del año anterior, lo que se explica por el comportamiento de los alimentos y el transporte (Cuadro 7). Nuevamente el pasado 19 de marzo la JDBR redujo las tasas de intervención en 25 pb adicionales.

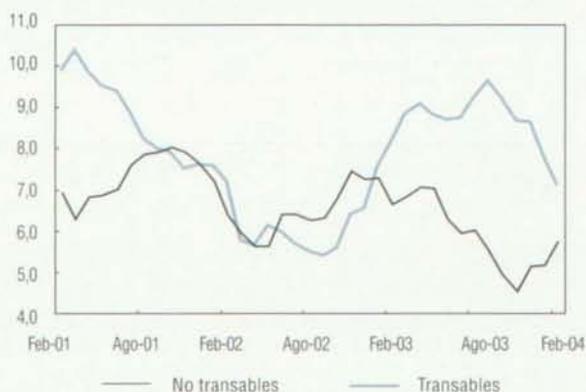
La JDBR espera que al finalizar 2004 se alcance el rango fijado como meta para la inflación de dicho año, entre 5% y 6%. Los modelos de proyección indican que si se mantienen las actuales condiciones externas, la inflación al final de 2004, se situaría dentro de dicho rango. Si bien es cierto que una exacerbación de la apreciación podría reducirla aún más, esta situación no es deseable en la medida que incrementa el riesgo de que más adelante ocurra una corrección cambiaria mayor que se traduciría en un aumento de la inflación futura. En efecto, las proyecciones de la balanza de pagos para los siguientes años indican que la actual apreciación cambiaria es temporal y que a partir de 2005 habría presiones para una mayor devaluación derivadas en la caída de la producción petrolera y una disminución del financiamiento externo del Gobierno (como resultado de la estrategia de la reducción del déficit). En este contexto, y puesto que existe la posibilidad de reversión de los flujos de capital, incluso durante el presente año, la JDBR anunció su intervención en el mercado cambiario.

Gráfico 4
Evolución de la inflación básica
(Porcentaje)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5
Inflación anual de transables y no transables (IPC)
(Porcentaje)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

D. Situación del empleo

Como consecuencia del mayor crecimiento de la economía, la situación del empleo en Colombia mejoró ostensiblemente durante 2003. Las personas ocupadas aumentaron sistemáticamente a lo largo del año, y en algunos meses los puestos de trabajo se incrementaron por encima de las 400.000 perso-

Cuadro 7
Indicadores de inflación a febrero
(Variaciones porcentuales)

	Mensual			Año corrido			Anual		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
I. IPC	1,3	1,1	1,2	2,1	2,3	2,1	6,7	7,2	6,3
Alimentos	1,9	0,7	1,5	3,4	1,9	2,9	8,4	9,4	6,3
Vivienda	0,2	1,0	0,7	0,4	1,5	1,2	3,9	5,1	6,0
Vestuario	(0,1)	0,1	0,2	0,1	0,4	0,4	2,4	1,0	1,5
Salud	1,0	1,3	1,1	1,6	2,1	1,8	9,9	9,8	8,3
Educación	3,9	2,7	3,3	4,0	2,7	3,3	9,6	5,2	5,5
Cultura y esparcimiento	1,4	0,5	0,7	3,4	2,4	3,2	n.d.	4,3	6,0
Transporte	1,4	1,8	1,1	2,1	4,8	2,1	8,1	8,7	8,8
Gastos varios	1,5	1,6	1,5	2,6	2,8	2,3	7,0	9,2	5,3
II. Inflación básica 1/	1,0	1,3	1,1	1,5	2,5	1,8	6,3	6,7	6,2
IPC sin alimentos 2/	1,0	1,3	1,1	1,5	2,5	1,8	6,0	6,3	6,3
Núcleo 3/							7,0	7,4	6,8
IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos							6,0	6,3	5,6
III. IPP	0,3	1,2	1,0	0,7	2,4	1,7	4,0	11,1	5,0
Según uso o destino económico									
Consumo intermedio	0,1	1,9	0,7	0,5	3,6	1,5	3,3	13,3	4,7
Consumo final	0,5	0,5	1,3	1,2	0,4	2,1	4,9	6,5	6,0
Bienes de capital	0,3	0,8	0,4	(0,2)	3,1	(0,1)	3,0	19,4	(0,2)
Materiales de construcción	0,5	1,8	1,2	1,2	4,0	2,9	4,7	10,8	8,6
Según procedencia									
Producidos y consumidos	0,3	1,2	1,2	1,1	1,9	2,3	4,7	7,9	6,7
Importados	0,2	1,4	0,3	(0,4)	3,9	(0,3)	1,7	21,0	0,1
Exportados 4/	0,7	3,4	(0,3)	0,3	10,2	0,9	(9,4)	41,2	(6,4)
Según origen industrial (CIU)									
Agríc., Silvíc. y pesca	(0,3)	0,5	2,3	1,4	(0,5)	3,4	2,7	7,1	6,6
Minería	3,7	5,1	1,7	2,5	14,8	3,8	(7,4)	49,4	(1,3)
Industria manufacturera	0,4	1,3	0,6	0,5	2,7	1,2	4,7	11,0	4,8

n.d. No disponible.

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

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

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

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

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

nas (Gráfico 6). Estos datos coinciden con las afiliaciones a la seguridad social, señalando que la mayor parte de los nuevos empleados se vincularon a puestos de trabajo con estos beneficios.

En diciembre de 2003 la tasa de desempleo de las principales 13 ciudades había descendido en tres puntos porcentuales frente al de 2004. El dato de enero de 2004 mantiene esta mejoría, pues fue una décima menor que el que se registró en enero de 2003 (Gráfico 7). Es necesario esperar datos nuevos para ver si la mejoría del año pasado se mantiene durante el presente año. En cualquier caso resulta importante destacar que una reducción continuada del desempleo puede requerir no solo de que la reactivación económica perdure, sino de que se avance en la eliminación de las inflexibilidades del mercado laboral.

III. POLÍTICA MACROECONÓMICA

Las decisiones tomadas por la autoridad monetaria en Colombia dentro de la estrategia de inflación objetivo tienen como propósito la búsqueda de la estabilidad de precios compatible con un crecimiento económico sostenible en el largo plazo. En nuestro país se adoptó esta estrategia de inflación objetivo desde el año de 1999. En ese mismo año se estableció un régimen de libre flotación del tipo de cambio, en el cual las autoridades intervienen con reglas claras y transparentes en el mercado cambiario con el propósito de morigerar los efectos negativos que puedan tener las excesivas fluctuaciones de la moneda.

Los fundamentos legales de las funciones del Banco de la República se encuentran en la Constitución de 1991 y la Ley 31 de 1992. En ellas se establece que el objetivo primario de la JDBR es el control de la inflación, en coordinación con la política



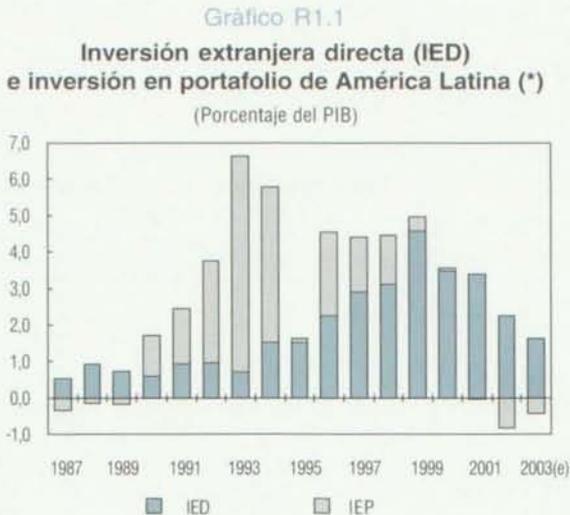
RECUADRO 1

¿SE PUEDE REPETIR LA EXPERIENCIA DE FLUJOS DE CAPITAL DE LOS AÑOS NOVENTA?

América Latina ha recurrido en forma importante al financiamiento de los mercados internacionales de capital durante los últimos 15 años. Las entradas totales de capital en este período alcanzaron US\$764,2 mm y su flujo anual fue equivalente al 3,6% del PIB de la región. En Colombia, las entradas de capitales llegaron a US\$28,5 mm y en promedio fueron equivalentes a un 2,6% del PIB (Gráfico R1.1).

El ingreso de capital foráneo y la mayor integración financiera tienen efectos positivos tanto sobre las economías receptoras como sobre la economía mundial. La integración financiera promueve el crecimiento, ya que lleva la inversión hacia países en los que el capital es más rentable. Pero la llegada de un gran flujo de capitales no trae sólo beneficios a las economías receptoras, sino que también, si existen condiciones adversas, puede llegar a generar presiones sobre la tasa de cambio, producir un rápido aumento de los agregados monetarios y conducir a mayores riesgos para el sector financiero. Estos efectos ambivalentes se ven también en el desempeño de las economías receptoras, ya que existe evidencia que resalta la relación positiva entre los ciclos de flujos de capital y los ciclos de las economías de los países latinoamericanos en general y de Colombia en particular (gráficos R1.2 y R1.3). Más aún, los flujos de capital han sido volátiles, se han

concentrado en algunos pocos países y los han seguido repentinas salidas masivas de recursos. Tras la crisis de México (1994-1995) y Rusia (1998), por ejemplo, las tendencias del financiamiento externo hacia América Latina mostraron un giro drástico. Los efectos macroeconómicos y la volatilidad de estos flujos son, pues, uno de los principales retos para los responsables de la política económica.



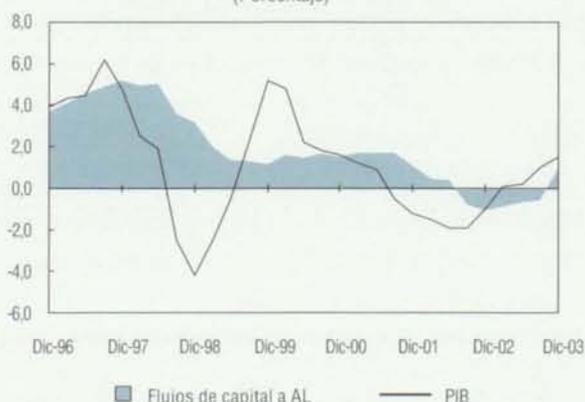
(*) Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

(e) Estimado.

Fuente: FMI.

En los últimos meses se ha generado una gran expectativa en América Latina acerca de un potencial aumento en los flujos del exterior y los posibles efectos que este aumento pudiese llegar a tener sobre las economías. ¿Habrà un repunte de los flujos tan alto como el de los años noventa? ¿Se concentrarán estos flujos en capitales de corto plazo? ¿Tendrán un efecto macroeconómico adverso?

Gráfico R1.2
**Flujos de capital sin IED 1/
 y PIB de América Latina 2/**
 (Porcentaje)



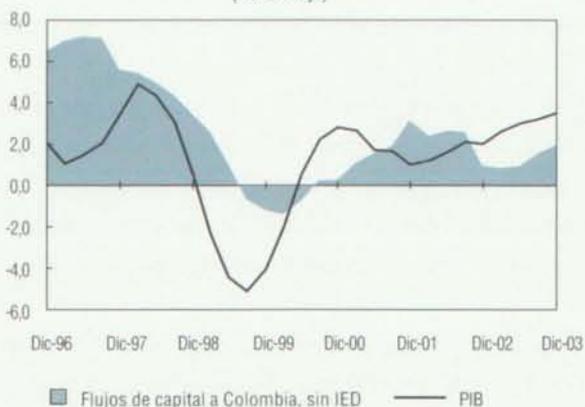
1/ Flujos de capital / PIB (promedios móviles de los últimos cuatro trimestres).
 2/ Porcentaje de la tasa de crecimiento (promedios móviles de los últimos cuatro trimestres).

Fuente: Cepal.

La experiencia de los años noventa

Después de la crisis de la deuda de los ochenta, se presentó un gran movimiento de capital privado hacia los países en desarrollo. América Latina y Colombia no fueron ajenos a este proceso. Las experiencias resultaron muy diversas. El tamaño de la entrada de capitales a la región llegó a ser de hasta 6,6% del PIB anual en 1993, mientras que en Colombia fue de 5,6% del PIB anual durante 1997 (Gráfico R1.1).

Gráfico R1.3
**Flujos de capital sin IED 1/
 y PIB de Colombia 2/**
 (Porcentaje)



1/ Flujos de capital / PIB (promedios móviles de los últimos cuatro trimestres).
 2/ Porcentaje de la tasa de crecimiento (promedios móviles de los últimos cuatro trimestres).

Fuente: Cepal.

En cuanto a la composición de estas entradas de capital a América Latina durante los años noventa, la mayor parte

se concentró en inversión extranjera directa y flujos de portafolio, mostrando un cambio frente a la de los años setenta y ochenta, donde el crédito de bancos comerciales era el origen principal de los recursos. La mayor parte de estos capitales se dirigió al sector privado, mientras que en las décadas anteriores, los recursos se orientaron mayoritariamente a financiar el endeudamiento del sector público. En los noventa, los recursos de capital privado destinados a financiar gobiernos, casi desaparecen de la escena. Los flujos de portafolio se consolidaron durante esta década, pasando de ser casi inexistentes hasta convertirse en la mayor fuente de financiamiento externo para estas economías. A finales de la década, la oleada llegaba a su fin. Los flujos de portafolio se tornaron en salidas de capital y la inversión extranjera directa descendió de los máximos registrados durante 1999.

Las razones que explicaron los flujos de los años noventa

En general, los inversionistas extranjeros responden ante la mayor rentabilidad y frente a la posibilidad de diversificar el riesgo. Pese a las diferencias entre países, tales inversionistas respondieron a una confluencia de factores, tanto los propios de las economías que les recibieron como los externos a ellas.

Dentro de los primeros, aquellos que "atraían" el capital, se destacan el dinamismo productivo de principios de los años noventa, las reformas estructurales y los procesos de privatización de activos estatales. La capacidad de pago de las economías latinoamericanas mejoró gracias al mayor crecimiento y la reestructuración de la deuda externa. Los procesos de reformas estructurales y la reducción de la inflación que se iniciaron a finales de los años ochenta y principios de los noventa mejoraron la confianza en las economías y abrieron la puerta a capitales foráneos en sectores en los que antes estaba restringida su entrada. Otro factor interno que atrajo los flujos de capital en los noventa fue el desarrollo de la estructura financiera en los países importadores de capital. La aparición, por primera vez, de oferta de activos latinoamericanos de buena calificación, permitió que inversionistas institucionales tales como fondos de pensiones y aseguradores en busca de alternativas incluyeran en sus portafolios los papeles de países emergentes.

Dentro de los factores externos, aquellos que "empujan" el capital desde los países industrializados, el ciclo natural de las economías de los países industrializados pudo ser el principal factor detrás de las entradas de capital de los noventa, pues la caída en las tasas de interés en los mercados de estos países "empujó" los capitales hacia países emergentes que en aquel momento exhibían mayores rendimientos (Gráfico R1.4). De igual manera, la desaceleración de las economías de los Estados Unidos, Japón y varios países europeos hizo más atractivas las inversiones en los mercados locales de los países emergentes. La misma baja de las tasas de interés mejoró la capacidad de pago de los países emergentes y redujo el riesgo de no pago.

Los efectos de las entradas de capital extranjero

Sin considerar los efectos positivos que tiene la adición de capital productivo a la economía, si las entradas de flujos de capital son masivas y continuas, y la economía se encuentra operando cerca del pleno empleo, es posible que se genere una excesiva expansión de la demanda agregada,

la cual se puede reflejar en presiones inflacionarias, apreciación de la tasa de cambio y ampliación del déficit en cuenta corriente. Sin embargo, los efectos sobre la inflación y la tasa de cambio real dependen de manera importante de la situación en la que se encuentre la economía, del tipo de inversiones que reciba el país y del régimen de tasa de cambio.

De acuerdo con la anterior observación, durante los años noventa la cuenta corriente se deterioró en todos los países durante el período en que llegaron flujos de capitales, al tiempo que se presentó un aumento sustancial en la inversión y el consumo como proporción del PIB. Junto con el aumento en la demanda agregada y la entrada continua de capitales se presentó una apreciación de la tasa de cambio real, en muchos casos consistente con los esquemas cambiarios de entonces que privilegiaban la estabilidad de la tasa de cambio nominal como estrategia de estabilización de la economía. La apreciación a su vez, condujo a una reorientación del consumo hacia bienes importados, disponibles gracias a la liberación comercial.

Los efectos del gran flujo de capitales hacia economías como Colombia y Chile obligaron a estos países a imponer restricciones a su entrada. La restricción más usada fue un requerimiento de "reserva" o encaje sobre estos flujos de capital, de acuerdo con el plazo al que fueron contratados los préstamos externos. Los efectos que finalmente tuvieron estos controles sobre la composición de los flujos y, en general, como herramienta de política macroeconómica han sido objeto de varios trabajos sin que haya evidencia concluyente sobre este tema.

Gráfico R1.4
Tasa de interés externa (*)
(Porcentaje)



(*) Tasa de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Fuente: Datastream.

La situación actual

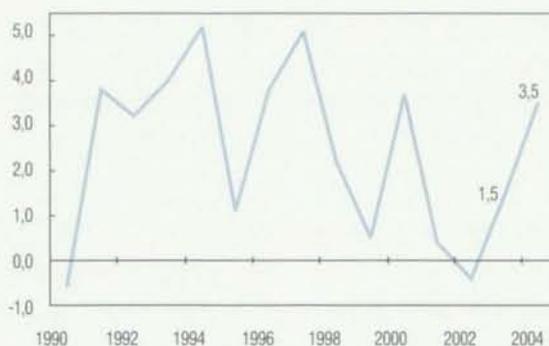
El solo repaso de la situación de los años noventa muestra grandes diferencias con la situación actual. En primer lugar, la profundidad de la fase recesiva del ciclo económico en los países industrializados ha sido menor que la de finales de los ochenta y comienzos de los noventa. En términos de la dinámica de las economías receptoras, es claro que si bien se ha presentado un proceso reciente de recuperación de la dinámica, este dista aún de ser relevante y las economías se encuentran lejos de una situación de recalentamiento (Gráfico R1.5). La mejora en el precio de los productos básicos después de la caída continuada que presentaron desde la crisis asiática de 1997 puede estar contribuyendo a la mejora en el desempeño de las economías latinoamericanas (Gráfico R1.6). La diferencia entre la dinámica de los países industrializados y los latinoamericanos es, pues, menor que la que existió durante los años noventa, lo cual supone mejores condiciones para la recepción del capital. La carga del endeudamiento durante la anterior oleada y el servicio de las inversiones externas aún no ha disminuido por completo, de manera que la capacidad de repago de nuevas inversiones es probablemente menor que a comienzos de los años noventa. Esto será considerado por los inversionistas externos. La pérdida del grado de inversión otorgado por las calificadoras de riesgo internacionales a ciertos países, entre ellos Colombia, dificultará el que inversionistas institucionales puedan demandar títulos emitidos por estos países.

Más importante aún, algunos de los cambios que se dieron en las economías de América Latina y que atrajeron el capital externo durante los años ochenta ya han sido asimilados

por los inversionistas extranjeros. Los procesos de apertura a los flujos de comercio y capital se han consolidado, de manera que la contribución de las reformas y el acceso al consumo importado ya no es un factor determinante en la atracción de los capitales.

Una diferencia sustancial frente a la década de los noventa es la prevalencia de regímenes de flotación de la tasa de cam-

Gráfico R1.5
Crecimiento del PIB, América Latina
y el Caribe
(Porcentaje)

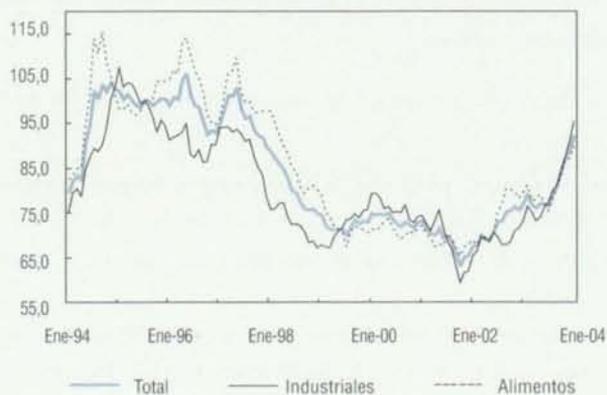


Nota: Las cifras de 2003 son estimadas y las de 2004 proyectadas.

Fuente: Cepal, balances preliminares de las economías de América Latina y el Caribe, 2003.

bio, con la consecuente ventaja en términos de desestimular el ingreso de capitales especulativos. De hecho, la mayor volatilidad de la tasa de cambio actúa como un potente desincentivo para los inversionistas especulativos que durante los años noventa contribuyeron de manera importante en las entradas totales de capital.

Gráfico R1.6
Índice mensual del precio de los productos básicos
 (1995 = 100)



Fuente: *The Economist*.

En el caso de Colombia, además, el aumento de las reservas petroleras desde finales de los años ochenta fortaleció la capacidad de pago de la economía e incrementó las expectativas de revaluación induciendo flujos de endeudamiento, principalmente. En la actualidad, las perspectivas petroleras apuntan a la pérdida de la capacidad del país como autoabastecedor de crudo en un horizonte de pocos años.

Finalmente, la experiencia de los años noventa dejó en las economías receptoras lecciones aprendidas sobre la importancia de los esfuerzos que se realicen por tener una intervención cuidadosa del mercado cambiario que ayude a las economías a asimilar los flujos de capital sin hacerlas más vulnerables cuando ellos se reversen. Así mismo, mostró la conveniencia de fortalecer la disciplina fiscal y de esta forma mejorar la habilidad de las economías receptoras para enfrentar los flujos de capital y aprovecharlos para mejorar su capacidad productiva.

En síntesis, es probable que dada la mejoría en el entorno doméstico y las condiciones de rentabilidad de América Latina frente a los países industrializados y los Estados Unidos, en particular, se presente una nueva oleada de flujos de capital. Sin embargo, en caso de que este fenómeno se dé, es también probable que sea menor que cuando ocurrió a comienzos de los años noventa y que su efecto sea menos perturbador que entonces. La existencia de un régimen de flotación de la tasa de cambio es en particular un desincentivo para la entrada de capitales especulativos.

En términos de la composición de los flujos de capital, con seguridad vendrá otro tipo de inversiones. Las grandes privatizaciones que atrajeron capital en los años noventa no necesariamente se repetirán por lo que los flujos que llegarán serán de deuda y portafolio. Adicionalmente, el comportamiento de los gobiernos como emisores será determinante para atraer capital.

macroeconómica general. El mandato legal corresponde a lo que en la literatura económica se conoce como "meta de inflación flexible". Esto significa que el objetivo primario de la política monetaria es lograr y mantener una tasa baja de inflación, en la forma de una meta cuantitativa, al tiempo que busca la estabilización del crecimiento del producto agregado alrededor de su tendencia de largo plazo. Los objetivos del banco central combinan la meta de estabilidad de precios con el máximo crecimiento sostenible del producto y el empleo.

Los objetivos del Banco de la República se establecieron con base en la interpretación dominante del ciclo económico y en la forma como la gran mayoría de los economistas interpreta la relación entre el crecimiento del producto y la inflación en el corto y en el largo plazos. En el corto y en el mediano plazos, se entiende, el producto observado replica de cerca el comportamiento de la demanda agregada. En él influyen la política macroeconómica (fiscal y monetaria) y los choques externos, como son los cambios inesperados en los términos de intercambio y los flujos de capital. A su vez, el producto potencial se define como el nivel de producto (hipotético) que resultaría si la totalidad de los precios y salarios de la economía fuesen flexibles. Sus determinantes son factores de oferta, como, por ejemplo, el crecimiento de la fuerza laboral y su calidad educativa, el aumento del capital físico y la eficiencia general en la asignación y administración de los recursos productivos. Por lo tanto, cuando el producto observado es mayor que el producto potencial, la inflación tiende a aumentar, y cuando es menor, tiende a disminuir.

Los bancos centrales inciden sobre el comportamiento de la demanda agregada al modificar sus tasas de interés y la liquidez primaria de la economía. Cuando, por ejemplo, el producto observado se encuentra por debajo de su nivel potencial, y la inflación esperada por debajo de la meta, los bancos reducen sus tasas de interés de intervención y proveen mayor liquidez a la economía. Con ello estimulan la demanda real y la actividad productiva, al tiempo que acercan la inflación esperada a la meta establecida. En contraste, cuando la economía opera por encima de su capacidad potencial, aprietan la postura de la política monetaria para reducir el gasto y llevar la inflación a niveles compatibles con sus metas; de lo contrario, se aceleran tanto las expectativas de

inflación como la inflación misma, y se crean desequilibrios macroeconómicos insostenibles (déficit en cuenta corriente, burbujas en los precios de los activos) que llevan al colapso del crecimiento del producto y el empleo. Por lo tanto, el banco central tiene un papel fundamental en el control de la inflación, y como responsable del manejo de la política monetaria contribuye a la suavización (o intensificación) de los ciclos económicos. El banco central no puede (ni debe) mantener holgada de manera indefinida su política monetaria con el fin de estimular el crecimiento del producto y el empleo en el largo plazo.

Por otra parte, si la autoridad monetaria pretende reducir la tasa de inflación, no necesariamente se debe incurrir en una reducción del producto por debajo de su nivel potencial. En la medida en que las metas de inflación y la política del banco central sean creíbles, la disminución de la inflación puede hacerse sin necesidad de desacelerar el crecimiento de la demanda agregada y el producto, debido a que los agentes económicos ajustarán los precios de sus productos en línea con las metas de inflación anunciadas. En este sentido, la credibilidad es un activo valioso para la política monetaria y permite una estabilización de precios eficiente en términos del comportamiento de la actividad económica. Por la misma razón, a un banco central creíble se le facilita conducir una política de estabilización del producto, en la medida en que las acciones expansivas no exacerban las expectativas de inflación.

No obstante lo anterior, es importante tener en cuenta que en una economía abierta o semiabierta como la colombiana, la capacidad de la política monetaria para afectar la demanda agregada y suavizar el ciclo económico tiene limitaciones. Por ejemplo, con flotación cambiaria, una expansión monetaria excesiva acelera la devaluación del peso y, a través de ella, aumenta el nivel y las expectativas de inflación. Las mayores expectativas de devaluación e inflación presionan al alza las tasas de interés y contraen el gasto agregado; así, expansiones monetarias excesivas pueden terminar en mayor inflación y menor crecimiento del producto y el empleo, sin capacidad alguna para reducir la tasa de interés real en el mediano o en el largo plazos.

En informes anteriores se había insistido que, en un contexto de choques externos negativos como los que enfrentó el país en los últimos años, la política monetaria no había tenido la potencia de contrarrestar su impacto desfavorable sobre la actividad económica, debido a la obstrucción del canal del crédito doméstico. El temor de los hogares y empresas a endeudarse y del sistema financiero a prestar recursos, hacía que, aunque las tasas de interés se mantuvieran bajas, ello no se reflejara en un mayor crecimiento de la economía colombiana.

Esta situación se empezó a superar definitivamente en 2003 y se ha consolidado en lo corrido de 2004. Gracias a la recuperación de la confianza y la exis-

tencia de un sector financiero fuerte, el crédito comenzó a crecer y la política monetaria ganó efectividad para promover el crecimiento. Apoyada por la situación externa, esta política pudo seguirse basando en el mantenimiento de unas tasas de interés bajas. Puesto que ya transcurren varios años en que estas tasas han estado en mínimos históricos, se puede decir que gracias a ello disminuyó el riesgo de no pago y se liberaron recursos para la refinanciación de las deudas, lo cual ha sido un factor decisivo en el restablecimiento de la confianza en la economía del país.

Como consecuencia del choque externo positivo, la tasa de cambio real se estabilizó a mediados de año y tendió a apreciarse a finales de 2003 y comienzos del presente, pero aún se mantiene en niveles históricamente altos como producto de la devaluación que el país experimentó entre finales de 2002 y comienzos de 2003. La devaluación nominal promedio en 2003 fue de 14,7%, mientras que la real fue de 15,2%, como consecuencia también del comportamiento de otras monedas y de la reducción de la inflación (Recuadro 2).

En este capítulo se hace una descripción de las principales medidas de política macroeconómica que se adoptaron durante 2003 y en lo corrido de 2004, buscando explicar sus alcances y sus consecuencias. En primer lugar, se presenta un recuento de la política monetaria adelantada por la JDBR. En segundo lugar, se describirá la evolución de la situación cambiaria y las acciones que tomó la Junta para morigerar el impacto de los acontecimientos del mercado sobre esta variable. Por último, en este capítulo se aborda el tema fiscal, que aunque no es de competencia directa de la JDBR, tiene múltiples interrelaciones con la política monetaria y cambiaria. En esta sección se muestra que en el año 2003 se cumplieron las metas acordadas con el FMI y que se espera que lo mismo ocurra en 2004. Sin embargo, la situación de las finanzas públicas sigue siendo desequilibrada, y de acuerdo con las últimas proyecciones, podría empeorar en el futuro cercano, si el Gobierno Nacional y el Congreso no toman medidas estructurales para evitar este deterioro. Entre ellas, será necesario hacer reformas que racionalicen la actual estructura tributaria y que eviten un incremento exponencial de los pagos por pensiones en los próximos años.

A. Política monetaria

El año 2003 se inició con fuertes presiones de devaluación que se transmitieron a los principales indicadores de la inflación del país. Esta situación llevó a las autoridades monetarias a aumentar en dos ocasiones (enero 17 y abril 28) las tasas de intervención del Banco y anunciar en febrero su propósito de intervenir en el mercado cambiario por medio de la venta de opciones de desacumulación de reservas hasta por US\$1.000 m. Estas acciones tuvieron como objetivo, de una parte, corregir la tendencia de la tasa cambio, que amenazaba con crear expectativas de mayor devaluación e inflación, y por

otra, contener el excesivo aumento de la liquidez en pesos, evidenciado en las tasas de interés reales negativas de intervención e interbancaria.

Dichas presiones comenzaron a ceder después del mes de abril y ya hacia mediados del año era evidente una tendencia decreciente en el ritmo de devaluación y un cambio a la baja en las expectativas de los agentes, luego que la inflación comenzó a ceder. En el resto del año, el Banco mantuvo inalterada su postura monetaria, y a pesar de la incertidumbre existente sobre la situación fiscal, la tasa de cambio se mantuvo relativamente estable hasta finales del año, cuando comenzó a notarse una aceleración de las entradas de capital en la economía, tendencia que se ha acentuado en lo corrido de 2004.

En respuesta al viraje en la situación cambiaria, el Banco realizó operaciones de compra de divisas por US\$500 m entre diciembre de 2003 y enero de 2004. Estas decisiones se adoptaron con el objeto de moderar los movimientos cambiarios, ya que se temía que una apreciación excesiva de la tasa de cambio aumentase el riesgo de una corrección abrupta de la tasa de cambio en el futuro, con los consecuentes efectos sobre la actividad económica y la inflación. Lo anterior también fue posible, en parte, gracias a las bajas tasas de interés externas, a que la inflación mantuvo una tendencia decreciente y a que, aunque no se cumplió la meta de 2003, fue posible que la política monetaria continuara manteniendo una postura holgada y, de esta manera, apoyara el proceso de aceleración de la economía.

El 19 de febrero de 2004, dado que los indicadores de inflación mostraban una clara tendencia a disminuir, asociada con la persistencia de la revaluación de la moneda, la JDBR decidió rebajar en 25 pb sus tasas de intervención. Nuevamente, el 19 de marzo anterior, la JDBR redujo 25 pb adicionales estas tasas por razones semejantes.

1. Tasas de interés

Entre el 17 de enero y el 28 de abril de 2003, la JDBR elevó en 200 pb todas las tasas de intervención para la regulación de la liquidez primaria de la economía. Esta liquidez se suministra a través de: i) subastas, para las cuales el Banco fija los cupos y las tasas mínima y máxima de corte para las operaciones de expansión y contracción, respectivamente, y ii) acceso a las ventanillas, destinadas a manejar excesos o defectos de liquidez de los intermediarios, a tasas lombardas. Así, entre el 29 de abril de 2003 y el 20 de febrero de 2004 el Banco mantuvo una tasa mínima de 7,25% para las subastas de expansión; 11,0% para la ventanilla de expansión; 6,25% como tasa máxima de la subasta de contracción, y 5,25% para la ventanilla de contracción (Cuadro 8).

Con la reducción reciente de las tasas, estas se ubicaron en los siguientes niveles: mínima para subasta de expansión, 6,75%; lombarda de expansión,

10,50%; máxima para subasta de contracción 5,75%, y lombarda de contracción, 4,75% (Cuadro 8).

Durante 2003 la demanda promedio de Repos de expansión a un día se ubicó en \$1.136 mm, otorgados en un 99,5% a través del mecanismo de subasta y con una utilización de los cupos disponibles del 63,4%. Al igual que en el año anterior, los agentes acudieron a las operaciones de expansión por ventanilla y *overnight* en montos pequeños y de manera esporádica. Por su parte, la utilización de los cupos disponibles en las subastas de contracción fue del 26% (Cuadro 9).

El cambio en las tasas de interés de intervención del Banco, como era de esperar, se transmitió en su totalidad sobre la tasa de interés interbancaria (TIB). Cabe destacar que la TIB conserva la estabilidad lograda por la política de reducción de la dispersión aplicada entre finales de 1999 y el año 2002 (Gráfico 8). Adicionalmente, como se observa en el Gráfico 9, aunque la TIB se volvió positiva en términos reales después de mayo, aún se mantiene en niveles bajos, cercanos o inferiores al 1,0%.

Con respecto a la tasa de captación, tomando como indicador la DTF de fin de año, en 2003 aumentó 22 pb (frente a un incremento de 242 pb en la TIB) para ubicarse en 7,95%. En términos reales el ajuste de la DTF fue de 66 pb y su nivel de 1,37% (Gráfico 10).

Las tasas de interés de los créditos mostraron estabilidad desde mediados de 2002. En Colombia, tales tasas se clasifican en cuatro grupos: consumo, ordi-

Cuadro 8
Tasas de intervención del Banco de la República y tasa interbancaria
(Porcentaje)

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

(*) Tasa de marzo 23.
Fuente: Banco de la República.

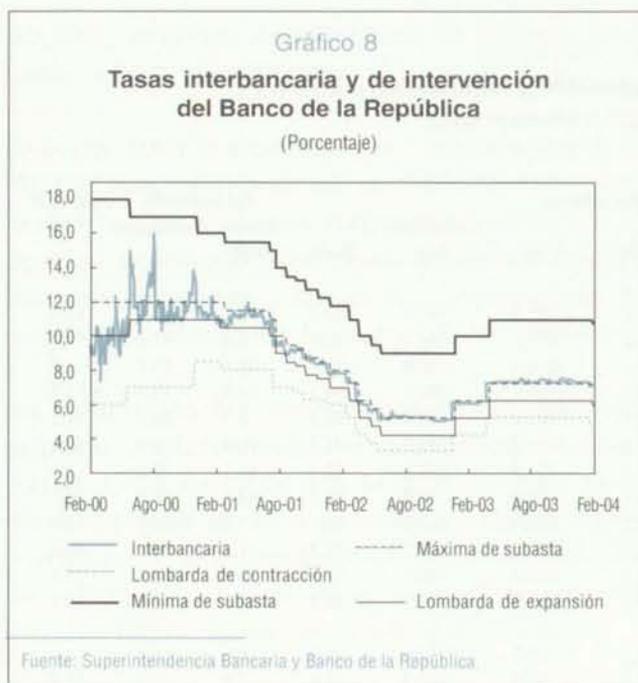
Cuadro 9
Operaciones de expansión y contracción a un día (*)
(Miles de millones de pesos)

Período	Por subasta						Por ventanilla		Overnight	
	Expansión			Contracción			Expansión	Contracción		
	Cupo	Uso	Uso %	Cupo	Uso	Uso %				
2002	Ene.	550,0	280,4	51,0	1.292,9	261,7	20,2	10,8	63,6	15,6
	Feb.	890,0	428,6	48,2	1.082,5	261,1	24,1	16,9	31,1	14,2
	Mar.	1.045,6	648,3	62,0	544,4	138,6	25,5	30,1	16,7	14,9
	Abr.	725,0	356,6	49,2	1.154,5	764,7	66,2	14,3	75,1	15,7
	May.	776,2	370,2	47,7	823,8	545,4	66,2	9,1	39,1	14,1
	Jun.	800,0	575,8	72,0	725,0	307,2	42,4	15,4	25,9	12,3
	Jul.	990,9	817,9	82,5	852,3	199,6	23,4	64,1	22,5	8,6
	Ago.	1.325,0	1.087,3	82,1	680,0	217,9	32,0	49,0	12,1	20,1
	Sep.	1.040,5	676,3	65,0	902,4	569,0	63,1	11,5	32,4	11,4
	Oct.	1.529,5	1.082,5	70,8	620,5	420,0	67,7	17,1	36,0	10,4
	Nov.	1.105,3	490,3	44,4	663,2	480,9	72,5	11,4	104,2	13,5
	Dic.	1.940,5	637,4	32,8	577,5	220,2	38,1	21,6	28,6	16,9
2003	Ene.	897,6	434,0	48,3	559,5	112,9	20,2	24,0	55,1	14,5
	Feb.	855,0	486,0	56,8	792,5	337,3	42,6	7,5	71,5	15,9
	Mar.	1.017,5	604,6	59,4	732,5	299,7	40,9	9,0	41,5	11,2
	Abr.	1.572,5	939,5	59,7	520,0	110,4	21,2	12,8	25,1	12,0
	May.	1.719,0	1.023,3	59,5	816,7	158,6	19,4	5,9	25,5	16,4
	Jun.	2.119,4	1.169,0	55,2	786,1	75,8	9,6	7,2	34,9	10,3
	Jul.	2.189,1	1.398,2	63,9	852,2	15,4	1,8	8,8	26,2	17,2
	Ago.	2.063,2	1.298,6	62,9	871,1	40,5	4,6	8,4	9,8	13,8
	Sep.	2.025,0	1.378,5	68,1	611,4	184,3	30,2	5,5	19,6	24,6
	Oct.	2.084,1	1.671,0	80,2	500,0	88,5	17,7	4,3	31,4	21,6
	Nov.	1.925,0	1.456,7	75,7	677,8	408,9	60,3	13,7	43,4	21,0
	Dic.	2.492,5	1.769,9	71,0	412,5	176,8	42,8	7,3	63,0	27,2
2004	Ene.	1.275,0	977,8	76,7	467,5	204,7	43,8	9,6	84,9	26,1
	Feb.	1.720,0	1.261,8	73,4	88,3	44,5	50,4	6,9	12,7	20,0

(*) Las cifras corresponden al promedio mensual de los datos diarios.
Fuente: Banco de la República.

nario, preferencial y de tesorería, según los distintos niveles de riesgo que enfrenta el intermediario financiero en el momento de otorgar un crédito⁴. A finales de 2003 la tasa de interés nominal de créditos de consumo se situó en promedio en 26,7%, la de crédito ordinario en 16,8%, la preferencial en 11,4% y la de tesorería en 10,2%. Lo anterior significó que frente a diciembre de 2002

⁴ Existe otro tipo de crédito, cuya tasa de interés está indexada a la inflación a través de la unidad de valor real (UVR). Según la Resolución 14 de 2000 de la JDBR, dichos créditos están sujetos a una tasa máxima remuneratoria de 13,9% efectiva anual. El crédito de tesorería se define como un préstamo preferencial con un plazo menor de 30 días, con el objeto de cubrir requerimientos de liquidez de corto plazo. Por su parte, el mercado tiende a cobrar tasas de interés más altas a los créditos de consumo, frente a otros tipos de crédito considerados de menor riesgo como los preferenciales o de tesorería.



hubo descensos en las tasas nominales para consumo y crédito ordinario de 26 pb y 32 pb, respectivamente. También se registraron incrementos en las tasas de crédito preferencial y de tesorería de 45 pb y 126 pb, respectivamente (Gráfico 11). En términos reales, las tasas aumentaron para el crédito de tesorería (166 pb), preferencial (90 pb), de consumo (31 pb) y para el crédito ordinario (21 pb).

Las tasas de interés de negociación de los títulos de deuda pública en el mercado secundario presentaron una tendencia a la baja a lo largo del año, reflejo de una percepción positiva de los agentes sobre la reducción del déficit del sector público no financiero, el cumplimiento de las metas acordadas con el FMI, el fortalecimiento de la actividad económica, la reducción de la inflación, además del entorno internacional favorable. A manera de ejemplo, los TES emitidos con vencimiento a 2012 se negociaron al cierre del mes de enero de 2004 a una tasa promedio

de 14,0%, cuando un año antes la tasa era de 15,2%; igualmente, los TES con vencimiento en 2007 se transaron en la misma fecha a una tasa de 12,4% promedio, frente al 14,5% del año anterior. Sin embargo, las tasas de estos papeles aún son relativamente más altas que las de otros papeles del mercado y por ello constituyen un importante atractivo a las inversiones del exterior de corto plazo. Las medidas recientemente adoptadas con respecto a las tasas de intervención del Banco, tuvieron también un impacto sobre los precios de los papeles, incrementándolos y disminuyendo sus tasas de interés.

2. Agregados monetarios

a. Base monetaria

Hasta el mes de octubre de 2003 se observó una tendencia decreciente en las tasas de crecimiento de la base monetaria, situación que se revirtió en los dos últimos meses del año. El crecimiento anual de este agregado (17,3%) fue menor en tres puntos porcentuales que el observado en 2002 (20,3%). Sus dos componentes, el efectivo y la reserva, crecieron a tasas de 17,5% y 16,7%, respectivamente (Gráfico 12 y Cuadro 10).

Aunque en el promedio del año, la tasa de crecimiento real del efectivo (9,6%) fue inferior a la de 2002 (14,5%), desde septiembre de 2003 se presentó un cambio de tendencia, fenómeno asociado posiblemente con la discusión y aprobación del reajuste del impuesto a las transacciones del tres al cuatro por mil y con el incremento en los costos de transacción por el aumento de las tarifas cobradas por los servicios de los intermediarios financieros, al tiempo que la tasa de interés nominal se mantuvo en los bajos niveles registrados desde julio de 2002⁵.

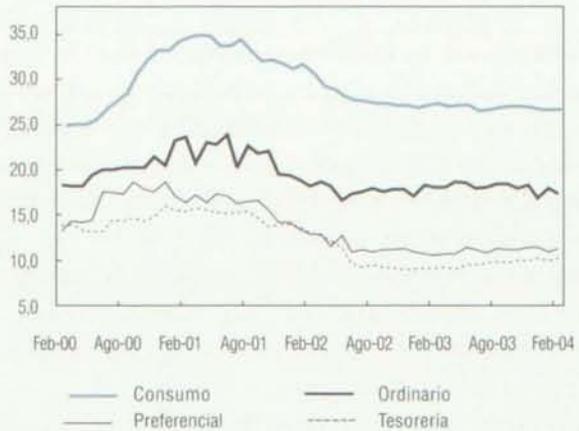
Gráfico 10
Tasas de interés nominal y real de captación (*)
(Porcentaje)



(*) Deflactada con IPC.

Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Gráfico 11
Tasa de interés nominal de colocación
(Porcentaje)



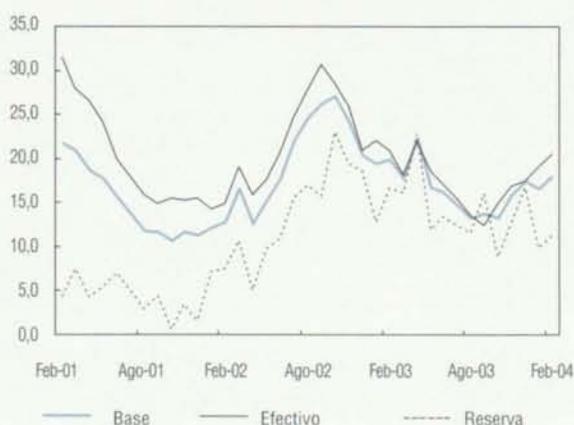
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

⁵ En particular, algunas instituciones comenzaron a cobrar por el servicio de compensación electrónica. La DTF presentó una disminución de 3,5 puntos porcentuales entre enero de 2001 e igual mes de 2002, a la vez que la tasa efectiva de ahorro que descuenta el impuesto a las transacciones financieras, pasó de 4,0% en diciembre de 2000 a 2,5% en diciembre de 2001 y a 1,4% en 2002.

Gráfico 12

Base monetaria y sus usos

(Tasas de crecimiento anual del promedio mensual)



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

La demanda de reserva bancaria fue similar a la del año anterior. No obstante, se presentó un cambio en la composición de los pasivos sujetos a encaje (PSE) hacia aquellos con menor encaje, ganando participación los CDT frente a los ahorros y las cuentas corrientes.

El análisis por fuentes de la expansión de la base monetaria indica que de la expansión total de \$2.510 mm en 2003, \$1.673 mm tuvo origen en recursos que recibió el Gobierno, y \$1.492 mm el sistema financiero. El primero,

por cuenta del traslado de utilidades, \$830 mm⁶ y la compra neta de TES, \$760 mm⁷. También se destaca durante el año, el efecto contraccionista originado en el ejercicio de opciones, \$703 mm, las cuales correspondieron a ventas netas por US\$238,3 m⁸ (Cuadro 11).

La oferta de la base monetaria de fin de año se constituyó a partir de un programa monetario que contempló compras de TES por \$1 b, de las cuales se ejecutaron \$893 mm, entre el 1 de septiembre y el 5 de diciembre, dada la compra de divisas por US\$100 m por parte del Banco de la República, el 10 de diciembre de 2003. Adicionalmente, se realizaron subastas de Repos a mediano plazo por un monto de \$1,5 b, las que fueron colocadas en su totalidad. El orden de las subastas fue: \$250 mm, otorgados a cuatro meses, el 25 de septiembre; posteriormente, otras tres subastas, también por \$250 mm, con plazo a tres meses, en los días 9, 23 de octubre y 20 de noviembre, y finalmente, se entregaron \$500 mm, a tres meses, el 4 de diciembre. Igualmente se continuó ajustando los cupos de Repos de expansión y contracción a un día, según las necesidades de liquidez del mercado.

⁶ El traslado total por cuenta de las utilidades fue de \$1.481 mm, pero \$651 mm no tuvieron impacto monetario, pues correspondieron al equivalente de las utilidades que se trasladó en dólares (US\$220 m).

⁷ Este acumulado corresponde a la suma del total de compras menos los vencimientos por principal, pues los cupones hacen parte del P y G del Banco.

⁸ La tasa implícita del tipo de cambio, \$2.950 por dólar, que resulta de dividir el efecto contraccionista (\$703 mm) sobre las ventas netas, US\$238,3 m, es superior a la tasa de cambio promedio del año, porque las ventas de dólares se hicieron a comienzo de año cuando predominaron las tasas de cambio mayores, y las compras a final del año, cuando las tasas de cambio fueron las más bajas.

Cuadro 10
Agregados monetarios

		Base	Efectivo	Reserva	M1	Cuasidíneros	M2	PSE	M3
Variación porcentual nominal anual del promedio mensual de datos semanales									
2002	Dic.	20,3	20,9	18,6	18,3	4,7	8,5	5,7	7,4
2003	Ene.	19,2	22,0	12,8	22,9	5,2	10,0	6,5	8,2
	Feb.	19,7	21,0	16,7	21,1	7,1	10,8	8,9	10,2
	Mar.	17,6	18,3	16,1	20,3	9,1	12,1	10,5	11,4
	Abr.	22,2	22,0	22,8	18,2	9,2	11,6	8,9	10,3
	May.	16,6	18,6	11,9	13,4	9,3	10,4	9,6	10,6
	Jun.	16,0	17,1	13,5	13,6	10,3	11,2	10,6	11,3
	Jul.	14,6	15,5	12,5	12,9	10,5	11,2	11,4	11,9
	Ago.	13,0	13,6	11,6	12,9	12,3	12,5	13,4	13,4
	Sep.	13,5	12,5	16,1	13,0	10,0	10,9	12,1	12,1
	Oct.	13,1	14,9	8,9	15,3	9,9	11,4	11,0	11,5
	Nov.	15,7	16,9	12,7	18,2	10,1	12,3	11,2	11,8
	Dic.	17,3	17,5	16,7	17,3	9,4	11,8	11,1	11,9
2004	Ene.	16,5	19,0	9,9	15,8	9,8	11,6	10,9	11,9
	Feb.	17,9	20,5	11,4	18,4	9,5	12,1	10,9	12,0
Variación porcentual real anual del promedio mensual de datos semanales									
2002	Dic.	12,4	13,0	10,9	10,6	(2,2)	1,4	(1,2)	0,3
2003	Ene.	11,0	13,6	5,0	14,4	(2,0)	2,4	(0,8)	0,8
	Feb.	11,6	12,8	8,8	12,9	(0,1)	3,3	1,6	2,8
	Mar.	9,3	9,9	7,9	11,8	1,4	4,2	2,7	3,5
	Abr.	13,3	13,1	13,9	9,6	1,2	3,5	1,0	2,3
	May.	8,2	10,1	3,9	5,3	1,4	2,5	1,8	2,6
	Jun.	8,2	9,2	5,8	6,0	2,9	3,7	3,2	3,8
	Jul.	7,1	7,9	5,1	5,5	3,3	3,9	4,1	4,5
	Ago.	5,4	5,9	4,1	5,2	4,7	4,9	5,7	5,7
	Sep.	6,0	5,0	8,4	5,5	2,7	3,5	4,6	4,6
	Oct.	6,1	7,8	2,2	8,2	3,2	4,6	4,2	4,6
	Nov.	9,0	10,2	6,2	11,3	3,7	5,8	4,7	5,4
	Dic.	10,1	10,4	9,6	10,2	2,7	5,0	4,3	5,0
2004	Ene.	9,7	12,1	3,5	9,1	3,4	5,1	4,5	5,4
	Feb.	10,9	13,4	4,8	11,4	3,0	5,4	4,3	5,4
Promedio:									
	2002	12,0	14,5	6,6	14,2	(2,4)	1,6	0,3	1,6
	2003	8,8	9,6	6,7	8,8	2,1	3,9	3,1	3,8

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 11
Fuentes de la base monetaria, 1998-2003
 (Flujo anual en miles de millones de pesos)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 1/
Gobierno	644	2.480	832	914	1.667	1.673
Traslado utilidades	83	1.244	516	1.453	1.226	830
En pesos	83	1.244	516	1.453	1.226	1.481
En dólares						(651) 5/
Compra neta TES	384	1.092	400	(623)	371	760
Cuentas de la Tesorería en el Banco de la República	177	143	(84)	84	70	83
OMA y cupos de liquidez	899	1.730	(691)	(1.215)	1.128	1.492
Compra neta de divisas	(2.761)	(1.437)	692	1.445	(517)	(703)
Recaudo de cartera 2/	-	-	(112)	(225)	(4)	(16)
Otros	(148)	44	249 3/	18	181 4/	63
Total	(1.365)	2.817	971	938	2.457	2.510
Saldo base	6.922	9.739	10.710	11.648	14.104	16.615

1/ Cifras provisionales.

Base julio 1/02: \$11.100,2 mm.

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

2/ Principalmente de Granahorrar.

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

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

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

Fuente: Banco de la República.

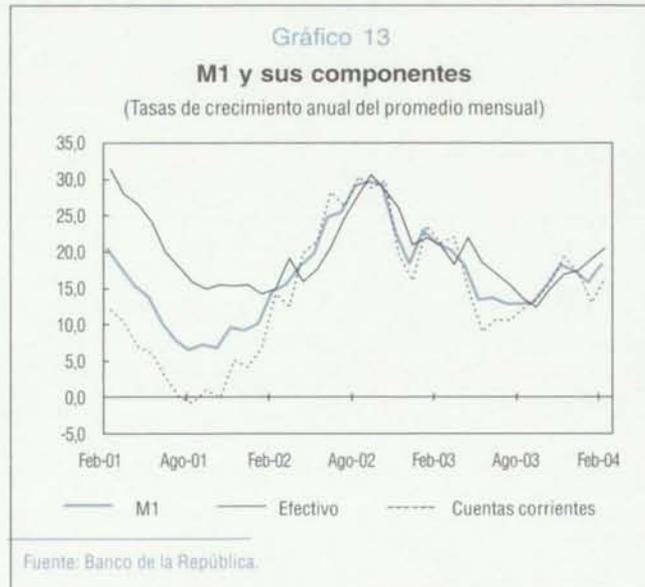
b. Medios de pago (M1)

Este agregado siguió un comportamiento similar al ya descrito para la base monetaria. Descendió en su ritmo de crecimiento entre septiembre de 2002 e igual mes de 2003 y luego se incrementó al final del año, producto de la evolución de sus dos componentes, efectivo y cuentas corrientes (Gráfico 13). Sin embargo, vale la pena destacar que fue más volátil el comportamiento mencionado para las cuentas corrientes del sector público. Así, la tasa de crecimiento anual del promedio mensual de M1, pasó de 29,7% en septiembre de 2002 a 13,0% en septiembre de 2003 y terminó el año en 17,3%. Para las mismas fechas, las cuentas corrientes públicas presentaron las siguientes tasas de crecimiento anual: 33,5%, 10,4% y 19,4%, respectivamente.

c. Agregado monetario ampliado (M3)

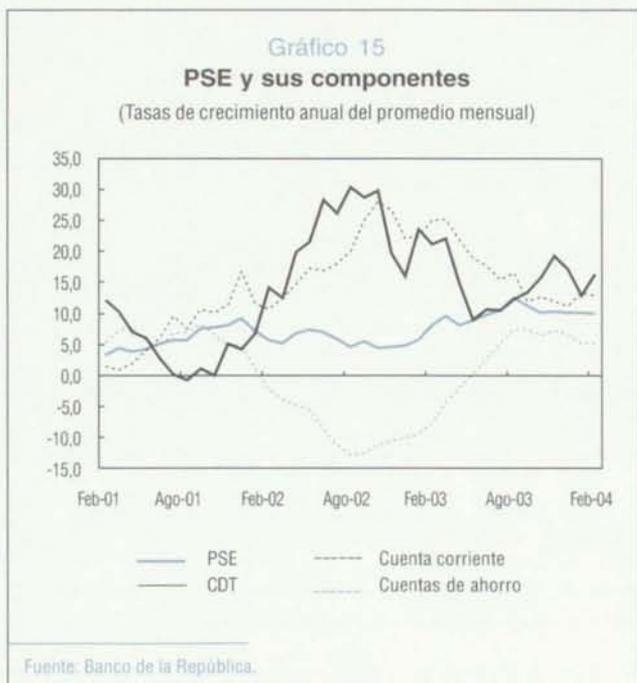
El agregado monetario ampliado (M3) aumentó su crecimiento respecto de 2002 al pasar de 8,1% a 11,2% en su variación promedio anual. También se registró un incremento en términos reales de este agregado, al pasar de 1,6% a 3,8%. Este aumento estuvo determinado por la aceleración del crédito, que tuvo un aumento anual de 3,61% a 10,96%. En efecto, las tasas de crecimiento anual promedio que registraron los créditos según destino en 2003 y 2002, fueron: crédito de consumo⁹ 24,66% frente a 7,16%, y crédito comercial 13,86% frente a 6,85%. El crédito para vivienda, incluidas las titularizaciones, continuó con tasas negativas de crecimiento, con un promedio anual en 2003 de -3,68%¹⁰ (Gráfico 14).

La aceleración anotada hace parte de la evolución positiva de las entidades de crédito.



⁹ Esta categoría incluye los créditos de consumo y los microcréditos, cada uno de los cuales está definido en la Circular Externa 011 de marzo de 2002 de la Superintendencia Bancaria, así: Consumo: "créditos otorgados a personas naturales cuyo objeto sea financiar la adquisición de bienes de consumo o el pago de servicios para fines no comerciales o empresariales, independientemente de su monto". Microcrédito: "se clasifica como microcrédito el conjunto de operaciones activas de crédito otorgadas a microempresas cuyo saldo de endeudamiento con la respectiva entidad no supere veinticinco (25) salarios mínimos legales mensuales vigentes. Por microempresa se entiende toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios, rural o urbana, cuya planta de personal no supere diez (10) trabajadores y sus activos totales sean inferiores a quinientos uno (501) salarios mínimos legales vigentes".

¹⁰ A diciembre de 2003 el valor de las titularizaciones ascendió a \$1,5 b y la variación promedio de la cartera hipotecaria, sin incluirlas sería de -10,47%.



to, pues además de los indicadores de crecimiento, la rentabilidad y la solvencia también mejoraron, en tanto que se redujeron los indicadores de riesgo¹¹ (Cuadro 12).

A nivel de los componentes de M3, los PSE crecieron en promedio 10,4% frente a 6,6% del año anterior y, dentro de ellos se advirtió, de una parte, la fuerte recuperación de los CDT, que pasaron de registrar una tasa anual negativa en 2002, de -9,3%, a una tasa positiva del 6,5%. Las cuentas corrientes aumentaron de 11,6% a 13,0%. Se redujo, así mismo, el ritmo de

crecimiento para los depósitos de ahorro de 19,6% a 11,7% (Gráfico 15 y Cuadro 13).

En lo relacionado con la evolución de las captaciones de origen público, estas lideraron el aumento de los PSE, con un ritmo de crecimiento promedio en el año de 21,2%, superior a las del sector privado, 7,8%, porcentaje éste último que aún resulta inferior al crecimiento del PIB nominal¹². No obstante, vale la pena señalar que las captaciones del sector privado presentaron una tendencia creciente, en tanto, que la dinámica de las públicas declinó. En lo atinente a la participación entre captaciones públicas y privadas, estas últimas se estabilizaron alrededor del 85,3% del total (Cuadro 13).

B. Evolución de la tasa de cambio

Entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2003, la tasa representativa del mercado (TRM) se apreció 3,02% al pasar de \$2.864 el 1 de enero a \$2.778 el día 31 de diciembre. No obstante, durante el año se registró una devaluación

¹¹ Un análisis en detalle sobre el particular se encuentra en el *Reporte de Estabilidad Financiera*, Banco de la República, diciembre de 2003, disponible en el sitio de internet: <http://www.banrep.gov.co/docum/Repo-estab-financiera/2003/Rep-Estabi-Finan-Dic-2003.pdf>.

¹² Con los últimos datos disponibles, al tercer trimestre el crecimiento anual estimado del PIB nominal es de 9,63%, y el promedio de crecimiento de los PSE del sector privado para igual trimestre es 8,60%.

Cuadro 12

Portafolio financiero del sector real

(Miles de millones de pesos)

	Total			Sector público			Sector privado (*)		
	M3	TES	M3 + TES	M3	TES	Total	M3	TES	Total
Saldos									
1999	60.336	15.491	75.827	5.440	11.126	16.565	54.896	4.365	59.262
2000	62.696	20.299	82.995	6.654	13.994	20.648	56.042	6.306	62.348
2001	68.580	24.744	93.323	9.405	16.463	25.868	59.174	8.281	67.455
2002	73.073	28.859	101.931	10.781	17.141	27.922	62.292	11.717	74.009
2003									
Ene.	73.159	29.338	102.497	11.590	17.392	28.982	61.569	11.946	73.515
Feb.	74.100	30.499	104.599	12.844	17.673	30.516	61.257	12.826	74.083
Mar.	74.093	30.618	104.712	12.173	17.629	29.802	61.920	12.990	74.910
Abr.	74.017	31.154	105.171	13.000	17.878	30.879	61.016	13.276	74.292
May.	75.604	31.802	107.406	13.829	18.049	31.879	61.775	13.752	75.527
Jun.	76.939	31.540	108.479	14.147	17.714	31.861	62.792	13.826	76.618
Jul.	76.663	31.628	108.291	13.640	17.883	31.523	63.023	13.745	76.768
Ago.	77.147	31.697	108.844	13.885	17.624	31.509	63.262	14.073	77.335
Sep.	77.383	31.995	109.378	14.009	17.764	31.774	63.373	14.231	77.604
Oct.	77.202	31.633	108.835	13.232	17.475	30.707	63.970	14.157	78.127
Nov.	79.302	31.556	110.858	13.787	17.026	30.814	65.515	14.530	80.045
Dic.	82.290	31.613	113.903	13.497	16.612	30.109	68.794	15.001	83.794
Variación anual absoluta									
1999	3.290	3.451	6.741	(1.866)	1.381	(486)	5.156	2.071	7.227
2000	2.360	4.808	7.168	1.214	2.868	4.082	1.146	1.940	3.086
2001	5.883	4.445	10.328	2.751	2.469	5.221	3.132	1.975	5.107
2002	4.493	4.115	8.608	1.375	678	2.054	3.118	3.437	6.554
2003	9.218	2.754	11.971	2.716	(529)	2.186	6.502	3.283	9.785
Variación % anual fin de:									
1999	5,8	28,7	9,8	(25,5)	14,2	(2,8)	10,4	90,2	13,9
2000	3,9	31,0	9,5	22,3	25,8	24,6	2,1	44,4	5,2
2001	9,4	21,9	12,4	41,4	17,6	25,3	5,6	31,3	8,2
2002	6,6	16,6	9,2	14,6	4,1	7,9	5,3	41,5	9,7
2003	12,6	20,2	12,5	19,8	10,2	13,8	8,0	38,5	12,0
Variación % anual promedio de cada año									
2000	2,7	35,8	9,3	(11,3)	32,1	13,9	5,0	48,2	7,8
2001	7,6	17,8	10,1	25,1	11,5	15,5	5,4	36,0	8,1
2002	7,8	20,2	11,0	36,4	1,7	13,3	4,0	62,2	10,4
2003	11,0	14,0	11,9	21,2	9,6	14,2	9,2	21,4	11,0

(*) No incluye los TES del sector financiero.

Fuente: Banco de la República, cálculos de la SGEE, con base en el Departamento de Fiduciaria y Valores.

Cuadro 13
Principales captaciones de los establecimientos de crédito

Fin de:	Cuenta corriente			CDT			Ahorro		
	Pública	Privada	Total	Pública	Privada	Total	Pública	Privada	Total
(Miles de millones de pesos)									
1999	1.732,9	5.071,2	6.804,0	1.103,3	22.698,9	23.802,2	1.047,7	16.109,3	17.157,0
2000	2.364,0	7.073,1	9.437,0	1.075,6	22.048,1	23.123,7	1.146,3	15.682,3	16.828,6
2001	3.287,4	7.115,6	10.403,0	1.615,7	22.763,6	24.379,3	1.672,7	17.452,0	19.124,7
2002	3.393,4	8.217,6	11.611,0	1.466,2	20.638,8	22.105,0	2.862,2	20.016,7	22.878,9
2003									
Ene.	2.918,0	7.160,3	10.078,3	1.334,8	21.416,2	22.750,9	3.538,0	20.302,7	23.840,8
Feb.	3.028,5	6.923,5	9.952,0	1.326,9	21.777,9	23.104,9	3.874,3	20.107,4	23.981,7
Mar.	2.993,2	7.018,8	10.012,0	1.406,2	22.409,6	23.815,8	3.649,4	20.071,0	23.720,4
Abr.	2.871,3	6.839,3	9.710,6	1.598,8	22.230,6	23.829,3	4.421,6	19.629,2	24.050,8
May.	2.721,2	6.750,4	9.471,6	1.804,8	22.538,4	24.343,2	4.264,4	19.846,8	24.111,2
Jun.	3.008,8	7.461,3	10.470,1	1.627,8	22.242,2	23.870,1	4.193,9	20.140,5	24.334,4
Jul.	2.749,6	7.241,2	9.990,7	1.628,4	22.554,5	24.182,9	4.100,4	20.447,0	24.547,4
Ago.	2.748,9	7.505,5	10.254,5	1.742,4	22.486,9	24.229,3	4.269,5	20.578,8	24.848,3
Sep.	2.814,3	7.520,6	10.334,9	1.481,7	22.775,8	24.257,5	4.276,4	20.478,6	24.754,9
Oct.	2.780,2	7.622,2	10.402,3	1.626,7	22.740,4	24.367,1	4.910,4	20.732,5	25.642,9
Nov.	3.136,4	7.907,5	11.043,9	1.473,7	22.754,8	24.228,5	4.411,1	21.186,7	25.597,8
Dic.	3.813,9	9.305,4	13.119,3	1.511,2	22.028,3	23.539,5	3.749,2	21.801,2	25.550,4
Variaciones porcentuales anuales									
2000	36,4	39,5	38,7	(2,5)	(2,9)	(2,9)	9,4	(2,7)	(1,9)
2001	39,1	0,6	10,2	50,2	3,2	5,4	46,2	11,3	13,6
2002	3,2	15,5	11,6	(9,2)	(9,3)	(9,3)	70,8	14,7	19,6
2003									
Ene.	35,2	22,1	25,6	(13,2)	(7,5)	(7,9)	71,9	19,3	25,0
Feb.	27,6	17,5	20,4	(18,2)	(5,1)	(6,0)	73,1	20,4	26,7
Mar.	26,2	21,0	22,5	(4,1)	(1,8)	(2,0)	48,6	18,6	22,4
Abr.	2,8	15,8	11,7	(0,7)	(1,3)	(1,2)	61,5	13,4	20,0
May.	(1,7)	13,1	8,4	14,0	1,9	2,7	42,8	13,8	18,1
Jun.	3,8	15,3	11,7	7,6	4,1	4,3	53,4	10,7	16,4
Jul.	2,3	15,7	11,7	10,1	7,1	7,3	39,1	12,5	16,2
Ago.	4,7	15,9	12,7	20,4	7,1	7,9	38,1	9,7	13,7
Sep.	10,1	17,7	15,5	(6,0)	9,2	8,2	31,8	7,6	11,1
Oct.	9,1	19,7	16,7	(4,4)	8,5	7,5	47,0	6,6	12,5
Nov.	14,5	18,8	17,6	(7,9)	9,1	7,8	16,5	8,2	9,5
Dic.	12,4	13,2	13,0	3,1	6,7	6,5	31,0	8,9	11,7
Variaciones % anuales promedio									
Ene.-Dic./01	7,20	4,36	5,02	36,31	5,06	6,57	32,42	5,16	6,88
Ene.-Dic./02	30,37	12,85	17,27	2,04	(7,75)	(7,26)	70,11	12,60	17,93
Ene.-Dic./03	12,25	17,15	15,62	0,05	3,16	2,94	46,22	12,49	16,94

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

promedio de 15,8% anual como resultado del comportamiento de la tasa de cambio en dos períodos claramente diferenciables (Gráfico 16): i) entre el 1 de enero y el 4 de abril, el tipo de cambio se depreció en promedio 28,9% anual, manteniendo la tendencia observada durante el segundo semestre de 2002, y ii) entre el 5 de abril y el 31 de diciembre la tasa de cambio se estabilizó, habiendo registrado una devaluación promedio de 11,2% en términos anuales¹³.



Durante los primeros meses de 2003, el tipo de cambio continuó la tendencia observada a finales de 2002, depreciándose a un ritmo equivalente al 28,3% anual, entre enero y febrero. Esta devaluación pudo estar asociada a los siguientes factores: i) el aumento en el indicador de riesgo-país para Colombia; ii) la disminución en la oferta de dólares a futuro por parte de los fondos de pensiones y cesantías, y iii) la mayor demanda de divisas por parte del sector real, principalmente para el pago de deuda externa privada y para realizar inversiones en el exterior. La tasa se estabilizó en marzo, tras el anuncio del Banco de la República, el 14 de febrero, de su disposición a vender hasta US\$1.000 m mediante el mecanismo de opciones para desacumulación de reservas internacionales. Así, entre marzo y mayo el Banco efectuó tres subastas de opciones *call* por US\$600 m, de los cuales se ejercieron US\$345 m¹⁴ (Cuadro 14).

Entre abril y diciembre, el peso colombiano se apreció 5,9%, con una devaluación promedio de 11,2% anual¹⁵. Este comportamiento del tipo de cambio

¹³ Entre mayo y octubre de 2002, la tasa de cambio presentó un crecimiento muy rápido que condujo a un aumento de nivel en las tasas de 2003, afectando el cálculo de la variación anual promedio. De esta forma, las devaluaciones anuales registradas hasta el mes de septiembre de 2003 son altas en relación con las presentadas a partir de entonces.

¹⁴ En el informe presentado al Congreso en julio de 2003 se explica por qué en el marco de la postura de la política monetaria, se consideró conveniente convocar subastas de desacumulación de reservas internacionales, en los primeros meses del año.

¹⁵ En Colombia, el proceso de revaluación fue interrumpido temporalmente por factores coyunturales, como: i) la dificultad del Gobierno brasileño para conseguir la aprobación de la reforma a la seguridad social que desencadenó, en el mes de julio (entre el 4 de julio y el 8 de agosto), un fenómeno regional, por el cual se devaluaron temporalmente casi todas las monedas latinoamericanas:

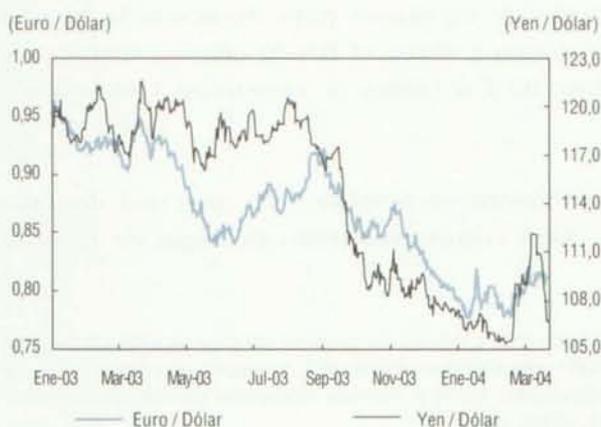
Cuadro 14
Subasta de opciones *put* y *call* del Banco de la República
(Millones de dólares)

Fecha de vigencia (*)	Opciones <i>put</i>		Opciones <i>call</i>		Opciones <i>call</i> para el control de la volatilidad	
	Cupo	Monto ejercido	Cupo	Monto ejercido	Cupo	Monto ejercido
1999	200,0	200,0	-	-	-	-
2000	1.140,0	318,6	-	-	-	-
2001	835,0	629,2	-	-	-	-
2002	750,0	251,5	0,0	0,0	540,0	414,0
2003 Mar.	-	-	200,0	144,6	-	-
Abr.	-	-	200,0	0,0	-	-
May.	-	-	200,0	199,9	-	-
Jul.	50,0	6,2	-	-	-	-
Dic.	100,0	100,0	-	-	-	-
Total 2003	150,0	106,2	600,0	344,5	0,0	0,0
2004 Ene.	400,0	400,0	-	-	-	-

(*) No necesariamente coincide con la fecha en que se subastan las opciones. La subasta de opciones se realiza el último día hábil del mes anterior al del ejercicio, con excepción de los meses de diciembre de 2002, julio de 2003, diciembre de 2003 y la segunda subasta de enero de 2004, en los cuales se realizó durante el mismo mes.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 17
Tipo de cambio del euro y el yen por dólar



Fuente: Datastream.

estuvo asociado entre otros factores, a la coyuntura internacional y, particularmente, a la devaluación del dólar frente a otras monedas, que desencadenó un fenómeno regional que explica, en parte, la apreciación de las monedas latinoamericanas. Así, las bajas tasas de interés y el creciente déficit en la balanza comercial de los Estados Unidos, aumentaron la rentabilidad esperada de los títulos denominados en monedas diferentes al dólar, como el

Colombia (2,6%), Brasil (5,2%), México (2,4%), Argentina (5%), Uruguay (5,4%), Perú (0,4%) y Chile (0,5%), y ii) las expectativas devaluacionistas de los agentes del mercado ante la posible no aprobación del referendo tuvo impacto en la tasa de cambio del mercado, la cual se devaluó 2,5% entre el 19 de septiembre y el 3 de octubre.

Gráfico 18

Devaluación anual del tipo de cambio y variación anual del EMBI+
(Porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

euro y el yen, a la vez que hizo más atractiva la inversión en economías emergentes (Gráfico 17). El Gráfico 18 registra la evolución del indicador de riesgo-país (*Emerging Markets Bond Index*, EMBI) y la evolución de la tasa de cambio para algunas economías latinoamericanas.

La apreciación del tipo de cambio durante el último trimestre del año, (entre octubre 3 y diciembre 31) estuvo asociada principalmente con el ingreso neto de capitales a la economía, estimulados por el diferencial de rentabilidad entre activos en pesos y activos en dólares, tendencia que se ha mantenido en lo transcurrido de 2004. Por ejemplo, durante el último trimestre de 2003, los intermediarios del mercado cambiario (IMC) compraron un monto significativo de dólares a futuro (US\$257 m), principalmente a entidades extranjeras (fondos *off-shore*) bajo la modalidad de *non delivery forwards* (US\$152 m). En este tipo de operaciones, los IMC obtienen un activo en moneda extranjera, pero al vencimiento no reciben los dólares sino que pagan o reciben la diferencia entre la tasa de cambio pactada al inicio y la tasa de cambio del día. Para cubrir el riesgo de esta operación, los IMC deben vender dólares, ya sea de su posición de caja o de un nuevo pasivo en moneda extranjera, presionando la tasa de cambio a la baja¹⁶. Ante esta situación y con el propósito de consolidar la posición externa del país frente a posibles reversiones de los flujos de capital, el Banco de la República compró US\$100 m en diciembre, mediante el ejercicio de opciones *put*, de acumulación de reservas internacionales.

Por otro lado, se destaca el hecho que durante 2003 los ingresos netos por donaciones, transferencias y remesas de trabajadores colombianos en el exterior, constituyeron una fuente importante de oferta de dólares para el país. En total, se estima que por este concepto se registraron ingresos netos de US\$3.177 m en 2003, comparado con US\$2.513 m en 2002 y US\$2.263 m en 2001.

Como se aprecia en el Cuadro 15, en total en el año, el sistema financiero incrementó su posición propia de contado (PPC) en US\$321 m como resultado del ejercicio de opciones (*put* y *call*) con el Banco de la República por un valor neto de US\$238 m, de compras netas a la Tesorería General de la Nación, US\$123 m, ventas netas al sector real US\$78 m, y otras operaciones por US\$38 m.

En vista de la persistencia de las presiones revaluacionistas del tipo de cambio durante 2004, las cuales se considera pueden ser transitorias, la JDBR estimó prudente convocar a subastas de acumulación de reservas internacionales para enfrentar en el mediano y largo plazos posibles reversiones de los flujos de capital y ajustes en la tasa de cambio que puedan afectar el comportamiento futuro de la inflación. De esta forma, en enero compró US\$400 m y en marzo anunció su disposición de intervenir con compras de hasta US\$700 m adicio-

¹⁶ Al vencimiento del *forward*, y bajo el supuesto que éste no se renueva, los IMC presionan la tasa de cambio hacia arriba cuando compran dólares para recomponer su activo o pagar el pasivo. Si se renueva el *forward*, no hay presión alcista sobre la tasa de cambio.

Cuadro 15
Posición propia de contado y flujos cambiarios
(Millones de dólares)

	2003		
	1 de Ene. -4 de Abr.	5 de Abr. -31 de Dic. (pr)	Acumulado (pr)
Variación de la posición propia de contado de los IMC	111,2	209,9	321,1
Compraventa de divisas al Banco de la República 1/	144,6	93,7	238,3
Compraventa de divisas a la Tesorería General de la Nación 1/	123,0	0,0	123,0
Otros cambios en la PPC que no se reflejan en la balanza cambiaria	0,0	38,0	38,0
Compras netas al sector real	(156,4)	78,2	(78,2)
Cuenta corriente	238,5	1.129,4	1.368,0
Cuenta de capital	(452,1)	(1.172,1)	(1.624,2)
Errores y/u omisiones estadísticos 2/	57,2	120,8	178,0

(pr) Preliminar.

1/ El signo positivo significa venta de divisas por parte del Banco de la República (opciones *call*) o la TGN; en forma contraria, el signo negativo identifica la compra de divisas realizada por el Banco de la República (opciones *put*) o la TGN.

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

Fuente: Banco de la República, balanza cambiaria.

nales, acumulables entre abril y julio. Igualmente y con el fin de evitar excesos monetarios se anunció que las compras de reservas serán esterilizadas, hasta en un 50%, en el mercado monetario mediante la venta definitiva de TES por parte del Banco de la República. Sin embargo, lo anterior puede afectar la proyección del P y G del Banco para el presente año, como se plantea en el capítulo V de este informe.

C. Política fiscal

En el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2003 se hacía una reflexión sobre la interrelación existente entre la política fiscal y la monetaria que resulta de especial interés para la situación que actualmente enfrenta el país. Se señalaba que esta relación es muy estrecha tanto en el corto como en el largo plazo. En este último, la existencia de una secuencia esperada de déficit fiscales excesivos reduce la credibilidad de la política monetaria debido a que los agentes privados anticipan una gran expansión monetaria en el futuro, para "licuar" la deuda pública cuando se torne insostenible o para financiar directamente el déficit fiscal¹⁷. En estas circunstancias, las expectativas de inflación futura se mantienen altas, por más

¹⁷ Siempre y cuando ésta haya sido emitida a tasas de interés nominales fijas.

contraccionista que sea la política monetaria en el corto plazo para alcanzar tasas bajas y estables de inflación. Se dice entonces, que la política monetaria se encuentra "dominada" por la situación fiscal. En presencia de alguna rigidez de precios, la combinación de altas expectativas de inflación (originadas en la situación fiscal) y de una política monetaria contraccionista implica costos en términos de actividad económica y empleo. Naturalmente, esta situación se convierte en un problema de corto plazo cuando el nivel de la deuda pública es alto y, dados los déficit esperados, se acerca rápidamente al punto en el cual se torna insostenible.

En el corto plazo, la política fiscal también condiciona los resultados de la política monetaria a través de su impacto en los mercados de crédito, de capitales y cambiario. Algunos de estos efectos han sido palpables en los últimos meses en Colombia. En una economía con acceso suficiente al financiamiento externo, como ha sido la situación nuestra, la financiación del déficit público presiona las tasas de interés domésticas y, por esta vía, atrae capitales externos, o el mismo financiamiento público se realiza directamente con recursos de ahorro externo. En este caso se produce una apreciación nominal y real de la moneda.

En una economía con acceso restringido al financiamiento externo los efectos se presentan a través de otros mecanismos. La existencia de un déficit fiscal elevado implica una presión fuerte sobre los recursos de ahorro interno, que se refleja a su vez en el alza de las tasas de interés reales en los mercados de crédito y de capitales, y en el consecuente desplazamiento del gasto privado (consumo o inversión). La política monetaria podría aliviar esta situación en el corto plazo mediante una expansión de la liquidez que reduzca transitoriamente las tasas de interés. No obstante, dicha expansión implicaría mayores tasas de inflación en el futuro¹⁸. Y aun si la autoridad monetaria anuncia una política no acomodaticia, su credibilidad se ve mermada (aumentan las expectativas de inflación) por la percepción que el público tendría acerca de posibles presiones sobre la política monetaria para mitigar el impacto del financiamiento del déficit público en las tasas de interés. Incluso cuando la política monetaria es expansiva, su efectividad para impulsar la demanda agregada puede ser limitada, si la liquidez adicional provista se canaliza hacia el financiamiento del déficit público en lugar de orientarse hacia la oferta de crédito al sector privado. De esta manera, la política fiscal condiciona los resultados y las propias decisiones de política monetaria.

A un plazo mayor, cuando se presenta una expansión del gasto público especialmente concentrada en bienes y servicios no comercializables internacionalmente

¹⁸ Puede suceder, incluso, que esta política monetaria acomodaticia sea inefectiva para reducir las tasas de interés relevantes para el financiamiento público (usualmente de largo plazo), en la medida que la expansión monetaria eleva las expectativas de inflación y, con ellas, las tasas de interés nominales de plazo mayor.

(v. gr. mayor gasto en servicios personales), los precios de dichos items tienden a aumentar más rápido que los precios de los bienes comercializables. Los sectores productores de estos últimos bienes se perjudican y ejercen presión sobre la autoridad monetaria para compensar este fenómeno a través de una depreciación mayor de la moneda. Nuevamente, la política fiscal condiciona el resultado y la conducción de la política monetaria. Colombia es uno de los casos en los cuales la política fiscal ha condicionado la política monetaria en la última década, a través de todos los canales descritos anteriormente.

1. Resultados fiscales de 2003

Al cierre de 2003, el sector público consolidado registró un déficit por valor de \$6.422 mm, el cual representa el 2,8% del PIB anual. Frente al año 2002, este resultado significa una reducción de 0,8% del PIB en el tamaño del déficit que se asocia en gran parte al mejor desempeño en las finanzas del Gobierno Nacional Central (GNC). Es necesario tener en cuenta que si bien el déficit observado se ajustó a la meta oficial, la expansión del gasto provocada por la caída del referendo impidió la consecución de un déficit inferior, como era el objetivo inicial del Gobierno (Cuadro 16).

Cuadro 16
Sector público consolidado
Balance fiscal, 2002-2004

Concepto	Miles de millones de pesos			Porcentaje del PIB		
	2002	2003	2004 (proy.)	2002	2003	2004 (proy.)
Eléctrico	192,0	760,0	215,0	0,1	0,3	0,1
Emcali	108,0	379,0	372,0	0,1	0,2	0,2
EPM	270,0	(11,0)	(37,0)	0,1	(0,0)	(0,0)
FAEP	(390,0)	(139,0)	(371,0)	(0,2)	(0,1)	(0,2)
Ecopetrol	408,0	1.246,0	867,0	0,2	0,6	0,4
Telecom	310,0	(285,0)	118,0	0,2	(0,1)	0,0
Resto de entidades	654,0	555,0	3.155,0	0,3	0,2	1,3
Seguridad social	2.363,0	1.703,0	1.661,0	1,2	0,8	0,7
Regional y local	889,0	927,0	833,0	0,4	0,4	0,3
Fondo Nacional del Café	(168,0)	311,0	57,0	(0,1)	0,1	0,0
1. Subtotal sector descentralizado	4.636,0	5.446,0	6.870,0	2,3	2,4	2,8
2. Gobierno Nacional	(12.435,1)	(12.151,2)	(13.202,0)	(6,1)	(5,4)	(5,4)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(7.799,1)	(6.705,2)	(6.332,0)	(3,8)	(3,0)	(2,6)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	1.635,0	1.437,0	831,0	0,8	0,6	0,3
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	601,0	582,0	342,0	0,3	0,3	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.181,0)	(941,0)	(941,0)	(0,6)	(0,4)	(0,4)
E. Ajustes	(627,0)	(795,0)	0,0	(0,3)	(0,4)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(7.371,1)	(6.422,2)	(6.100,0)	(3,6)	(2,8)	(2,5)

(proy) Proyectado.
Fuente: Confis.

Cuadro 17
Gobierno Nacional Central
Balance fiscal, 2002-2003
(Miles de millones de pesos)

	2002	2003	Crecimiento anual 2003/2002
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	30.344,0	34.445,5	13,5
A. Tributarios	27.086,7	31.372,8	15,8
Renta	10.626,4	12.218,1	15,0
IVA interno	7.363,7	8.887,9	20,7
IVA externo	3.264,8	4.183,5	28,1
Gravamen	2.083,5	2.158,9	3,6
Gasolina	976,6	1.025,0	5,0
Transacciones financieras	1.443,2	1.621,5	12,4
Seguridad democrática	1.240,7	1.231,0	(0,8)
Otros	87,8	46,9	(46,6)
B. No tributarios	306,8	205,8	(32,9)
C. Fondos especiales	316,0	321,0	1,6
D. Recursos de capital	2.523,5	2.419,0	(4,1)
Rendimientos financieros	553,7	534,3	(3,5)
Excedentes financieros	1.501,7	1.674,4	11,5
Otros	468,1	210,3	(55,1)
E. Ingresos causados	111,0	126,9	14,3
II. Gastos totales (A + B + C + D + E + F)	42.779,1	46.596,7	8,9
A. Intereses	7.902,4	9.656,0	22,2
Externos	3.575,7	4.350,0	21,7
Internos	4.326,7	5.306,0	22,6
B. Funcionamiento	29.336,7	32.568,1	11,0
Servicios personales	5.719,6	6.130,0	7,2
Gastos generales	1.982,1	2.162,7	9,1
Transferencias	21.635,0	24.275,4	12,2
C. Inversión	2.955,0	2.880,3	(2,5)
D. Préstamo neto	1.259,0	865,0	(31,3)
E. Deuda flotante	905,0	65,2	(92,8)
F. Indexación TES B denominados en UVR	421,0	562,1	33,5
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) (*)	(12.435,1)	(12.151,2)	(2,3)
Costo de reestructuración financiera	1.181,0	941,0	(20,3)
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	(13.616,1)	(13.092,2)	(3,8)
A. Crédito externo neto	(19,0)	5.599,6	(29.571,6)
Desembolsos	5.093,9	12.783,6	151,0
Amortizaciones	5.112,9	7.184,0	40,5
B. Crédito interno neto	6.563,0	7.486,0	14,1
Desembolsos	13.366,0	13.525,0	1,2
Amortizaciones	6.803,0	6.039,0	(11,2)
C. Utilidades del Banco de la República	1.226,0	1.479,7	20,7
D. Otros	5.846,1	(1.473,1)	(125,2)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(6,1)	(5,4)	

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

Las finanzas del GNC registraron un déficit de \$12.151 mm, equivalente a 5,4% del PIB. Respecto a la situación observada en el año 2002, se evidencia una reducción de 0,7% del PIB en el tamaño del déficit, atribuible al mayor crecimiento de los ingresos frente al de los gastos. Como se observa en el Cuadro 17 los ingresos totales crecieron 13,5% y los gastos 8,9%.

Dentro del rubro de ingresos, cabe destacar el comportamiento de las rentas de origen tributario, cuyo crecimiento fue de 15,8% gracias a la dinámica exhibida por los impuestos a la renta y a las ventas. Estos dos tributos estuvieron influenciados por la recuperación de la actividad económica observada a lo largo del año y por la reforma tributaria aprobada a finales de 2002 que amplió la base del IVA, eliminó algunos beneficios fiscales y estableció una sobretasa del 10,0% al impuesto sobre la renta. Como otros hechos importantes, también se puede mencionar el pago de las últimas dos cuotas del impuesto a la seguridad democrática, creado temporalmente para fortalecer las Fuerzas Militares y de Policía, y el incremento de los excedentes financieros cuya expansión superó el 11,0%.

Con relación al gasto, las cifras indican un crecimiento de 22,2% en intereses de la deuda y de 11,0% en funcionamiento. Dentro de los pagos por este último concepto, los servicios personales registran un incremento de 7,2%, los gastos generales de 9,1% y las transferencias de 12,2%. Los gastos de inversión presentan una leve reducción y el préstamo neto, dirigido entre otros a las empresas del Metro de Medellín, Urrá y Emcali, disminuyó en más de 30,0% respecto al del año 2002.

El financiamiento del déficit provino de los recursos de crédito interno y externo. El endeudamiento externo del Gobierno aumentó \$5.600 mm producto de desembolsos por \$12.784 mm frente a las amortizaciones por \$7.184 mm. Por su parte, el endeudamiento interno creció \$7.486 mm como resultado de nuevos desembolsos por \$13.525 mm y amortizaciones por \$6.039 mm. El principal instrumento de deuda interna estuvo representado por los títulos TES B con colocaciones brutas por \$13.432 mm. El traslado de utilidades por parte del Banco de la República ascendió a \$1.480 mm.

2. El plan financiero para 2004

Para el año 2004 el Confis aprobó una meta de déficit fiscal equivalente al 2,5% del PIB, porcentaje inferior en 0,3% respecto al déficit observado en el año 2003. Para lograr esta meta, será necesario que el GNC mantenga en términos del PIB el déficit observado en 2003 y que el sector descentralizado genere un superávit fiscal cercano al 2,8% del producto¹⁹ (Cuadro 16).

¹⁹ El plan financiero para 2004 aprobado el 23 de diciembre de 2003 fijó la meta fiscal para el sector público.

La proyección de las cuentas fiscales del GNC arroja un déficit por valor de \$13.202 mm que representa el 5,4% del PIB. Frente a 2003 los ingresos aumentarán 13% y los gastos 12,0%. Debe tenerse en cuenta que el comportamiento de los ingresos dependerá fundamentalmente de los efectos de la reforma tributaria aprobada a finales de 2003 (Ley 863), que se estima en \$1 b, así como de la ejecución del plan antievasión y el desarrollo de la política de gestión tributaria de la DIAN que, conjuntamente, podrían generar recursos adicionales por \$1,2 b. Así mismo, será necesario que la programación de gastos consistente con el déficit no se modifique a lo largo del año y que el desempeño de la economía se ajuste a los estimativos oficiales, los cuales suponen un incremento del producto real de 3,8%.

El escaso margen de maniobra del Gobierno hace necesaria la generación de un superávit fiscal de 2,8% del PIB en el sector descentralizado. De acuerdo con las cifras del plan financiero, este superávit provendría, en su mayor parte, del sector de la seguridad social, Ecopetrol, el sector público regional y local, la venta de la participación accionaria del Gobierno en algunas empresas y la descapitalización de fondos públicos. No obstante, estas dos últimas operaciones, que ascenderían a \$2,4 b, presentan algún grado de incertidumbre, con lo cual podría comprometerse el cumplimiento de la meta de déficit y el manejo de la política fiscal y macroeconómica. Mientras la descapitalización de los fondos públicos requiere un trámite legal para cambiar el uso de los recursos, la enajenación de acciones depende esencialmente de las condiciones del mercado.

3. Perspectivas fiscales de mediano y largo plazos para el Gobierno Nacional

Si bien el plan financiero de 2004 prevé el cumplimiento de la meta fiscal del sector público consolidado de 2,5% del PIB, en ese resultado el déficit de la administración central sigue siendo alto (5,4% del PIB). Con respecto al cierre fiscal de 2003, el ajuste contemplado en las cuentas del Gobierno Nacional para 2004 será insuficiente. Además, las cuentas de los principales programas de gasto a cargo de la Nación para 2005 y años posteriores, son preocupantes. La inflexibilidad en los principales rubros de gasto, junto al menor margen de maniobra para seguir aumentando la tributación, configuran una situación de desequilibrio estructural en las finanzas del Gobierno, que debe afrontarse con realismo. Los diferentes estamentos de la sociedad colombiana deben tomar conciencia de la gravedad del asunto, para apoyar cuanto antes las reformas que hagan viables las finanzas de la administración central.

A pesar de las recurrentes reformas tributarias de la última década, el crecimiento de los ingresos del GNC ha sido insuficiente para financiar los mayores compromisos de gasto. Como bien conoce la opinión pública, las reformas

han creado nuevos impuestos y han incrementado de manera sustancial las tarifas y la base gravable de la mayor parte de los gravámenes. Con todo, los recaudos tributarios de la Nación aumentaron sólo cuatro puntos del PIB entre 1994 y 2003, lo cual evidencia un gran esfuerzo del país para financiar el Estado, pero también el alcance limitado de las reformas para cubrir el mayor gasto, que se incrementó en el mismo lapso ocho puntos del producto.

Frente a la insuficiencia de ingresos, el Gobierno Nacional ha complementado sus recursos especialmente con las utilidades generadas por Ecopetrol y el Banco de la República, y mediante privatización de activos y la concesión de las licencias por la explotación privada de las telecomunicaciones. Pero de manera especial, ha hecho creciente uso de los recursos de crédito, principalmente a través de la colocación de TES en el mercado interno y de bonos soberanos en el mercado internacional de capitales, de manera que a fines de 2003 su nivel de endeudamiento se acercó a \$120 b (53,2% del PIB). La evolución reciente de la deuda y la mayor carga de su servicio en el presupuesto nacional, hace necesario contener y reducir el déficit del Gobierno para hacer viable sus finanzas en el mediano plazo.

El servicio por intereses de la deuda del Gobierno será de 4,7% del PIB en 2005, comprometiendo una tercera parte de los ingresos corrientes. Desde la perspectiva de los giros, alrededor del 23,0% de los pagos corrientes de la Nación se destinará a servir los intereses de su deuda, carga que será más onerosa a partir de 2006, en la medida que el Gobierno aumente su endeudamiento para financiar sus faltantes de tesorería. Las transferencias territoriales, por su parte, ascenderán a 5,6% del PIB en 2005, constituyéndose en el rubro de mayor cuantía dentro de los giros de la administración central. Dichos recursos absorberán el 39,0% de los ingresos corrientes de la Nación. Los recursos transferidos a las regiones tenderán al alza en los años siguientes, en razón a que la nueva regla de su liquidación bajo el sistema general de participaciones (Ley 715 de 2001), fija crecimientos reales de por lo menos 2,5% entre 2006 y 2008.

Si bien con el nuevo sistema de transferencias se flexibilizó el manejo presupuestal del Gobierno, al independizar el monto transferido de los ingresos corrientes de la Nación, no se alivió el peso que las transferencias territoriales tienen en las cuentas fiscales del Gobierno. De hecho, los montos transferidos a través del sistema general de participación en 2002 y 2003 han representado en términos del PIB erogaciones similares a las efectuadas en 2001, último año de aplicación del anterior sistema. El peso significativo de este rubro, así como el elevado nivel de la deuda pública y el escaso margen de maniobra del Gobierno para reducir otros gastos y ampliar aún más la tributación, deberían ser razones de peso para considerar algún tipo de ajuste sobre el sistema, sin que ello signifique disminuir los recursos para los secto-

res de educación y salud. Tal vez una reforma en ese sentido debería estar acompañada de una revisión al esquema tributario territorial y especialmente del municipal, sobre el cual podría existir algún potencial de recaudo en los principales impuestos como son el predial y el de industria y comercio.

En otro frente de gasto, las apropiaciones de la Nación para cumplir con los compromisos en pensiones que emanaron de la legislación de 1993 han aumentado considerablemente en los últimos años. Por este concepto, los giros de la Nación ascendieron de 1,2% del PIB en 1994 a 3,2% del PIB en 2003, lo cual representa un crecimiento real promedio cercano al 14,0% por año. De acuerdo con las proyecciones más conservadoras, los aportes de la Nación seguirán creciendo en términos del PIB hasta 2012, cuando asciendan a 6,1% del PIB. En el corto plazo, se prevé que estos recursos asciendan a 3,8% del PIB en el año 2004 y 4,8% del PIB en 2005, conservándose esta tendencia creciente por siete años adicionales. El bajo ritmo en las nuevas afiliaciones al Instituto de Seguros Sociales (ISS) y los recálculos de pensiones por fallas en la información de los beneficiarios del sistema, entre otros factores, han contribuido a ampliar su desequilibrio financiero. Hoy en día es claro que los ingresos adicionales generados por la última reforma al sistema de pensiones (Ley 797 de 2003), cuya aplicación inició el pasado mes de enero, van a ser totalmente insuficientes para cubrir el creciente desequilibrio financiero del sistema.

Cuando se adicionan los recursos provistos para continuar con el programa de seguridad democrática, que oscilarán alrededor de 2,5% en 2005, se tiene que el gasto por transferencias territoriales, pensiones, fuerza pública e intereses de la deuda, ascenderá a 17,6% del PIB en 2005, frente a unos ingresos corrientes de la Nación, que en el mejor de los escenarios se elevarán a 14,5% del PIB. Este desajuste fiscal de más de 3,0% del PIB se incrementará en por lo menos tres puntos, al tener en cuenta los otros costos por el funcionamiento del Estado de 1,8% del PIB, tanto por nómina como por sus gastos generales, las llamadas otras transferencias que están atadas a un sinnúmero de decretos y leyes que comprometen el presupuesto nacional y que hoy día ascienden a 1,5% del producto y un nivel mínimo de inversión de 1,0% del PIB. Lo que ponen en evidencia estas cifras globales, es simplemente la necesidad perentoria de reorientar ciertos programas de gasto, de manera que se incorpore claramente la restricción de ingresos del Gobierno. Una reforma a los tributos nacionales, como la que se está promoviendo en el acuerdo político, ayudaría en el ajuste de las finanzas del GNC, pero no sería suficiente. El ajuste en el gasto público también debe contribuir al proceso.

D. Acuerdo con el FMI

El 24 de diciembre de 2003, el Directorio del FMI ratificó el Acuerdo de Derecho de Giro (*Stand-By*) con el Gobierno de Colombia por el año de 2004,

destinado a la consolidación de las políticas macroeconómicas y estructurales, y a mejorar la dinámica de la deuda pública.

Con la continuación del Acuerdo, Colombia podrá disponer para este año de una suma total de 774 m de derechos especiales de giro (DEG) (aproximadamente US\$1.050 m), teniendo derecho a un primer desembolso por 193,5 m de DEG (cerca de US\$264 m), y el monto restante de manera trimestral, previo cumplimiento de las metas establecidas y sujeto a las revisiones periódicas que el FMI deberá realizar al programa en curso. Hasta ahora el país no ha hecho uso de estos recursos.

Vale la pena mencionar que, aunque la congelación del gasto y la reforma pensional propuestos en el referendo nacional no fueron aprobados, el Gobierno ha venido desarrollando medidas alternas que le permitirán lograr el ajuste fiscal. El Cuadro 18 muestra que las metas se cumplieron para el año 2003. Como porcentaje del PIB el déficit fiscal alcanzó 2,8%, coincidente con la meta.

Cuadro 18
Programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI)

	Dic-03			Meta FMI 1/	
	Meta FMI 1/ (a)	Observado (b)	Diferencia (b) - (a)	Mar-04	Jun-04
Piso RIN (millones de dólares) 2/	10.540	10.524	(16)	10.240	10.300 *
Meta de inflación (porcentaje) 3/	5,90	6,49	0,59	6,00	6,00 *
Techo al déficit global del sector público consolidado, desde enero 1 de 2003 (miles de millones de pesos) 4/	6.375	6.423	48	1.200	1.650 *
Techo al desembolso neto acumulado de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público desde el 1 de enero de 2003 (millones de dólares) 4/	1.850	716	(1.134)	800	1.300 **
Techo a los desembolsos netos acumulados de deuda externa de corto plazo del sector público desde el 1 de enero de 2003 (millones de dólares) 4/	100	(275)	(375)	200	200 **

1/ Corresponde a una meta indicativa y no a un criterio de cumplimiento.
2/ En el memorando técnico del acuerdo con el FMI se estableció un ajuste hacia abajo para el piso de las RIN por US\$2 mil millones.
3/ En el memorando técnico del acuerdo con el FMI se estableció una banda de más o menos dos puntos porcentuales alrededor de la meta puntual de inflación.
4/ Información provisional a diciembre de 2003, sujeta a revisiones.
Fuente: Banco de la República (*), DANE (*) y Ministerio de Hacienda y Crédito Público (**).

RECUADRO 2 EL NIVEL ACTUAL DE LA TASA DE CAMBIO

La tasa de cambio nominal (TC) es un indicador importante en una economía, ya que su comportamiento afecta variables como los precios, el crecimiento, la balanza comercial y la deuda externa pública y privada, entre otras. La TC se define como el precio de una unidad de moneda extranjera en términos de la moneda nacional. Las variaciones en la TC se conocen como devaluación nominal (depreciación) cuando ésta aumenta, y la caída como revaluación nominal (apreciación).

La tasa de cambio real, en cambio, es el precio relativo de los bienes y servicios del país extranjero en términos de los bienes y servicios producidos localmente. Por lo tanto, este indicador es útil para medir la competitividad del país en el comercio internacional.

La metodología para medir el "grado" de apreciación o depreciación de la TC de un país, aunque parece sencilla, no es tan trivial. Es común encontrar agentes que utilizan las variaciones de la cotización del dólar de los Estados Unidos como estimación de dicha medida. Sin embargo, para efectos de política económica, este indicador no siempre es la mejor aproximación, ya que también se debe observar la devaluación de nuestra moneda frente a las de otros países con los cuales también se comercia o se compete.

El Cuadro R2.1 muestra la devaluación nominal anual del peso colombiano con respecto a sus 20 principales socios comerciales¹. En él se puede observar que a pesar de la revaluación de -0,3% frente al dólar experimentada en diciembre de 2003, la devaluación promedio ponderado según el comercio frente a todos los países alcanzó 2,4%. De igual forma, con excepción de Venezuela, en promedio el peso colombiano se depreció en 2003 con todos los países, alcanzando un promedio ponderado total anual de 13,7%.

Otra forma de medir la devaluación nominal de nuestra moneda es realizando los cálculos con relación a aquellos países que son nuestros principales competidores directos en los mercados internacionales. En el Cuadro R2.2 se muestran los principales países que exportan café, banano, flores y textiles hacia los Estados Unidos. En diciembre de 2003, la devaluación nominal anual ponderada del peso frente a dichos países fue de 1,7%, y el promedio de todo el año de 15,2%.

Pero el factor más importante de competitividad es el comportamiento de los precios. Así, cuando se compara en la misma moneda los precios de una canasta de bienes y servicios

¹ Importaciones más exportaciones no tradicionales.

Cuadro R2.1

Índices de la tasa de cambio real, ponderaciones fijas socios comerciales

País	Ponderaciones (%)	ITC		ITCR-IPP		ITCR-IPC	
		Devaluación nominal		Devaluación real		Devaluación real	
		Dic-03	Promedio	Dic-03	Promedio	Dic-03	Promedio
Industrializados							
Estados Unidos	39,0	(0,27)	15,32	(1,06)	11,29	(4,59)	10,09
Euro (*)	15,0	20,25	38,17	15,21	28,39	14,92	31,43
Japón	7,0	12,69	24,53	6,48	13,19	5,08	15,91
Reino Unido	2,0	10,13	25,52	5,94	16,69	5,37	19,82
Suiza	2,0	13,42	33,34	7,93	22,15	7,13	25,25
Canadá	2,0	18,41	29,43	8,38	17,24	13,42	24,17
Suecia	1,0	21,18	38,65	13,79	25,98	15,22	31,91
Externa	68,0	6,75	22,49	4,05	15,92	1,80	16,50
En desarrollo							
México	3,0	(9,45)	3,16	(8,69)	1,59	(11,58)	0,68
Venezuela	14,0	(17,40)	(18,92)	15,95	13,03	(1,43)	(0,59)
Ecuador	5,0	(0,27)	15,32	0,09	14,04	(0,67)	16,20
Brasil	2,0	23,64	8,15	24,26	27,07	26,90	15,85
Chile	2,0	16,69	15,23	9,24	12,59	10,75	10,58
Perú	2,0	0,87	16,85	(2,67)	8,86	(2,92)	11,54
Panamá	3,0	(0,27)	15,32	(4,41)	7,12	(4,90)	9,13
Argentina	1,0	18,60	16,15	13,93	31,27	15,44	23,76
Externa	32,0	(6,05)	(2,53)	8,17	13,11	0,51	6,37
Total	100,0	2,41	13,74	5,37	15,00	1,38	13,11

(*) Corresponde a los países: Alemania, Holanda, España, Francia, Italia, Bélgica.

Fuente: Banco de la República.

producidos por un país extranjero y los precios del país doméstico, se obtiene la tasa de cambio real (TCR). Un incremento de este indicador, conocido como "devaluación real", beneficia a los exportadores, ya que por cada bien que venda en el extranjero podrá adquirir una mayor cantidad de bienes internos, mientras que desfavorece al sector importador, debido a que estos agentes tienen que destinar una mayor cantidad de productos nacionales, valorados en moneda doméstica, para adquirir los bienes foráneos. La "revaluación real", término que se da cuando la TCR cae, produce el efecto contrario en cada sector.

Por lo tanto, cuando se estudia la TCR entre socios comerciales que tienden a complementarse, es decir, que producen bienes y servicios diferentes, se examinan los cambios en el poder adquisitivo de la moneda local frente a la extranjera.

No siempre una devaluación nominal genera una depreciación real de largo plazo, y por ende, un aumento en la competitividad de la economía. En efecto, si la depreciación

Cuadro R2.2
ITCR ponderaciones fijas países competidores

País	Ponderación promedio, 2003 (%)	ITC		ITCR-C	
		Devaluación nominal		Devaluación real	
		Dic-03	Promedio	Dic-03	Promedio
Brasil	7,50	23,64	8,15	26,90	15,85
Canadá	2,80	18,41	29,43	13,42	24,17
Corea	1,50	1,00	21,00	(1,93)	16,90
Costa Rica	9,50	(9,83)	4,05	(6,97)	6,30
República Dominicana	2,50	(40,39)	(27,00)	(20,14)	(13,54)
Ecuador	13,80	(0,27)	15,32	(0,67)	16,20
El Salvador	2,00	(0,30)	15,31	(4,03)	9,91
Guatemala	11,30	(5,00)	13,53	(5,58)	11,91
Honduras	4,30	(5,00)	9,27	(4,73)	9,84
Hong Kong	3,60	0,16	15,49	(7,73)	4,98
India	2,90	5,37	20,51	2,63	16,77
Indonesia	4,80	4,69	25,08	3,28	24,45
Italia	2,00	20,25	38,17	15,74	32,41
Kenia	0,70	4,37	19,46	6,19	22,41
México	12,40	(9,45)	3,16	(11,58)	0,68
Holanda	6,20	20,25	38,17	14,50	31,99
Nicaragua	1,70	(5,14)	9,14	(5,06)	7,12
Panamá	0,30	(0,27)	15,32	(4,90)	9,13
Perú	2,10	0,87	16,85	(2,92)	11,54
Filipinas	2,10	(3,75)	9,90	(6,81)	5,69
Tailandia	1,90	8,55	19,39	3,59	13,27
Venezuela	0,40	(17,40)	(18,92)	(1,43)	(0,59)
Vietnam	3,70	(1,83)	13,60	(5,60)	9,29
Total	100,00	1,67	15,17	(2,71)	10,89

Fuente: Banco de la República.

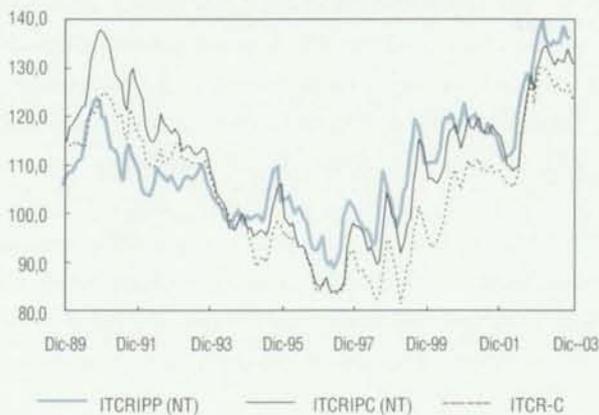
nominal de la moneda no está acompañada, por ejemplo, de una disminución del gasto doméstico, los precios internos pueden aumentar tanto como el incremento en la devaluación, y por lo tanto, la TCR volvería a su nivel original, quedando como efecto final, el costo inflacionario.

Para tener en cuenta el efecto de los precios, el Banco calcula dos índices de tasa de cambio real (ITCR) ponderados según el comercio no tradicional con sus principales socios comerciales: el ITCR-IPC e ITCR-IPP². Como se muestra en el Gráfico, estos indicadores se encuentran en niveles históricos considerados como altos, y a diciembre de 2003, ambos indicadores reflejaron una depreciación real anual de 1,4% y 5,4%, respectivamente (Cuadro R2.1).

² Índice de precios al productor (IPP).

El Banco también calcula el llamado ITCR con terceros países (ITCR-C). Esta medida de competitividad se obtiene al comparar en la misma moneda el IPC de Colombia con el de aquellos países que son nuestros competidores directos en el mercado de café, banana, flores y textiles en los Estados Unidos. En el mes de diciembre de 2003, aunque el ITCR-C presentó una apreciación anual de -2,7%, en promedio registró una depreciación anual de 10,9% (Cuadro R2.2). Es precisamente el comportamiento promedio en el año el que interesa desde el punto de vista del exportador y el importador.

Gráfico R2.1
Medidas del índice de la tasa de cambio real
Promedio geométrico, 1994 = 100
 (Ponderaciones móviles)



ITCR-IPP e ITCR-IPC: se calculan con los 20 principales socios comerciales, ponderados según comercio no tradicional, y utilizan como medida de precios el IPP y el IPC, respectivamente.

ITCR-C: medida que compara en la misma moneda, el IPC de Colombia con el de 23 países que son nuestros competidores directos en los Estados Unidos, en productos como café, banana, flores y textiles.

Fuente: Banco de la República.

En pocas palabras, es importante tener presente las variaciones del tipo de cambio real, que es en realidad el que mide la competitividad de los bienes y servicios producidos en el interior del país, no solo con relación a los Estados Unidos sino con los demás socios y competidores.

Los logros alcanzados en este sentido se deben a la baja inflación que ha experimentado el país en los últimos años y a la depreciación de las monedas de algunos socios con relación al peso colombiano.

El índice de tasa de cambio también puede calcularse utilizando ponderaciones móviles en lugar de ponderaciones fijas, que reflejan el hecho de que el comercio puede variar de un año a otro en cuanto a su composición y destino. Utilizando las ponderaciones móviles se obtienen resultados muy similares a los ya descritos sobre la evolución de la tasa de cambio en 2003 (Cuadro R2.3). En relación con los 20 principales socios comerciales de Colombia, en 2003, con excepción de Venezuela, el peso colombiano se devaluó en

términos nominales en promedio con todos los demás socios, alcanzando una media anual de 15,9%³. Con respecto a los competidores, que se definen como los principales países que venden café, banano, flores y textiles a los Estados Unidos, en promedio en el año, la devaluación nominal anual ponderada del peso fue de 15,2%. En términos reales utilizando como deflactor el IPC, la devaluación promedio fue de 12,9% frente a los principales socios y de 10,9% en relación con los competidores. Es decir, que utilizando todas las medidas posibles de tasa de cambio nominal y real, durante el año 2003 se registró una devaluación promedio importante del peso colombiano.

Por ello, como se mostró en el gráfico, estos indicadores se encuentran en niveles históricamente altos. Así, según las medidas tradicionales de ITCR y la que nos compara con países competidores, la apreciación reciente del peso frente al dólar, no ha afectado significativamente el grado de competitividad de nuestros productos.

Cuadro R2.3
Variaciones del tipo de cambio utilizando ponderaciones móviles, 2003

	Nominal		Real (deflactor IPC)	
	Diciembre	Promedio	Diciembre	Promedio
20 principales socios comerciales	4,94	15,92	0,56	12,89
23 principales países competidores	1,67	15,17	(2,71)	10,89

Fuente: Banco de la República

³ Promedio ponderado móvil según comercio no tradicional: importaciones + exportaciones no tradicionales.

IV. EL NIVEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y SU MANEJO RECIENTE

A. El nivel adecuado de reservas internacionales

El nivel adecuado de las reservas internacionales ha sido objeto de varios documentos y publicaciones del Banco de la República en los últimos años. En los informes al Congreso, la JDBR ha dado explicaciones detalladas sobre los criterios que ha tenido en cuenta para evaluar su nivel actual y el manejo de las reservas internacionales del país. La Junta tiene en cuenta indicadores in-

ternacionales de liquidez o de vulnerabilidad externa, los compara con los de otras naciones de similar grado de desarrollo y evalúa las circunstancias externas e internas en que se desenvuelve la economía colombiana.

1. Estimación de las reservas óptimas

También utiliza modelos para calcular las reservas óptimas²⁰. El cálculo de este nivel óptimo mediante modelos depende de dos factores:

- El “costo de oportunidad” de mantener reservas internacionales, medido como la diferencia entre el costo de la deuda externa y el rendimiento de las reservas internacionales.
- El beneficio de mantener reservas internacionales, medido como la pérdida de producto que evita el país por tener un nivel de reservas que hace a la economía estable y poco vulnerable a choques externos negativos.

El costo de oportunidad de las reservas surge del hecho que los bancos centrales deben invertir en activos líquidos de bajo riesgo, que por lo general tienen un rendimiento inferior a otro tipo de inversiones. El Banco de la República necesita contar con las reservas internacionales en caso de que sea necesario intervenir en los mercados cuando se requiera para cumplir la meta de inflación o se amenace el comportamiento de la economía en el corto plazo. Así mismo, es responsable ante la sociedad por la administración de las reservas y debe obtener de ellas rendimientos positivos. Solamente los países que tienen niveles muy altos de reservas internacionales pueden realizar inversiones riesgosas con las mismas.

Los beneficios de las reservas están relacionados con resguardar la economía de una crisis externa. Aun en situaciones como la actual, en que el entorno externo y el interno son favorables, el riesgo de que este estado se revierta en el futuro es grande. Las crisis externas de los países surgen por diversas circunstancias como las de tener déficit insostenibles de la cuenta corriente de la balanza de pagos, niveles de la deuda externa de corto plazo superiores al saldo de las reservas internacionales, pérdida de confianza en la solvencia del sistema financiero, contagio o déficit fiscales altos que llevan a que la deuda pública siga una senda de crecimiento insostenible. Estas han sido las principales causas de crisis externas en los países emergentes y aunque Colombia no cumpla estas condiciones, podrían presentarse de un momento para otro

²⁰ Un planteamiento y desarrollo más detallado del modelo de reservas óptimas, se encuentra en el documento de la Gerencia Técnica (2003). “Análisis del nivel adecuado de reservas internacionales”, en *Revista del Banco de la República*, diciembre, disponible también en la página web del Banco: <http://www.banrep.gov.co/economia/notasedi/ano2003/Separata-Nivel-Adecuado-Reservas-Internacionales.pdf>

en una situación de cierre de los mercados internacionales de crédito. En síntesis, el mantener reservas internacionales tiene "costos de oportunidad" y beneficios que aumentan de manera directa con el nivel de reservas internacionales. Por lo tanto, debe existir un nivel de reservas que iguale, en el margen, los costos y beneficios. Ese nivel se conoce en la literatura económica como el "nivel óptimo de reservas internacionales".

La idea anterior ha sido formalizada, entre otros, por Ben Bassat y Gottlieb (1992), de la siguiente manera. Sea R^* el "nivel óptimo" de reservas internacionales. Este R^* es el nivel de reservas que minimiza la función de costos esperados "C":

$$(1) \quad C = p C_0 + (1-p) R r$$

donde p es la probabilidad de crisis externa, C_0 es el costo de la crisis externa, medido como proporción del PIB, y r es el "costo de oportunidad" de mantener reservas internacionales²¹.

A su vez, la probabilidad de crisis externa, p , depende de indicadores de liquidez internacional (Ej.: relación reservas / importaciones o reservas / amortizaciones), de indicadores de solvencia (Ej.: la relación deuda / exportaciones), del grado de apertura de la economía y de otras variables macroeconómicas y financieras. La caída del nivel de reservas aumenta la probabilidad de crisis, al deteriorarse los indicadores de liquidez internacional. La forma utilizada en la literatura para representar esta probabilidad es:

$$(2) \quad p = e^f / (1 + e^f)$$

donde el exponente f puede tomar, entre otras, las siguientes dos formas funcionales:

$$(3A) \quad f = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(R/M) + \alpha_2 e^{D/X} + \alpha_3 m$$

$$(3B) \quad f = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(R/A) + \alpha_2 e^{D/X} + \alpha_3 m \\ + \alpha_4 \ln(\text{prima de riesgo-país})$$

²¹ Esta formulación es estándar en la literatura (véanse las citas en Ben Bassat y Gottlieb (1992)) y supone que una crisis externa conlleva un agotamiento de las reservas internacionales. Si se piensa que el costo de oportunidad, rR , es el mismo con crisis o sin ella (es decir que las reservas no caen en una crisis), la especificación del costo total de mantener reservas cambiaría a $C = p C_0 + r R$. En este caso, las reservas óptimas podrían ser *mayores* que las estimadas en esta sección, si se cumplen las siguientes condiciones: $p^*(R) < 0$, $p^{**}(R) > 0$ y $r / C_0 < r(1-p) / (C_0 - rR)$. Con las especificaciones utilizadas en este trabajo, los parámetros estimados y los rangos relevantes de las variables, estas condiciones se cumplen.

con R / M = la relación de reservas internacionales a importaciones; R / A = la relación entre reservas internacionales (R) y amortizaciones de corto plazo de la deuda externa (A); D / X = la relación entre la deuda externa total (D) y las exportaciones totales (X); m = la razón de importaciones a PIB, y prima de riesgo-país = al coeficiente de riesgo de las economías emergentes (EMBI+). Con base en la estimación de la probabilidad, p , se calcula el costo esperado de una crisis.

El modelo que utiliza la expresión (3A) fue originalmente estimado en el Banco de la República por Oliveros y Varela (1994). En esa especificación se privilegia el papel de los choques a la cuenta corriente de la balanza de pagos en la determinación de las crisis externas.

Por su parte, el modelo que emplea la expresión (3B) enfatiza la idea de que en un mundo con movilidad de capitales las crisis externas surgen de choques en la cuenta de capitales de la balanza de pagos (véanse, por ejemplo, Mulder y Bussiere, 1999; Greenspan, 1997; Guidotti, 1997). Por esta razón, en la ecuación empleada se reemplaza la relación reservas / importaciones por la relación reservas / amortizaciones de deuda externa. Adicionalmente, la expresión (3B) incorpora el término (prima de riesgo-país) para representar la posibilidad de crisis por "contagio".

En su estimación original aplicada a Colombia en 1994, el modelo arrojaba un resultado para las reservas óptimas de US\$4.569 m. Este modelo fue actualizado en el año 2002 utilizando información más reciente. Al tratar de hacerlo, sin embargo, no se encontró estadísticamente significativas algunas de las variables que originalmente incluyeron los autores en el modelo. En particular, la relación reservas / importaciones como indicador de liquidez del país había perdido poder explicativo del nivel óptimo de reservas internacionales.

Muchas cosas cambiaron en los últimos 10 años que explican por qué el modelo dejó de ser relevante para justificar la realidad actual. La principal, sin duda, es que la economía colombiana es hoy más abierta a los capitales externos que en esos primeros años noventa. Esta mayor apertura incrementó su vulnerabilidad externa a choques provenientes de la cuenta de capital.

En un mundo con movilidad y apertura de la cuenta de capitales los indicadores relevantes para medir la vulnerabilidad externa son los que tienen en cuenta el monto total y el servicio de la deuda externa. La relación reservas internacionales a meses de importaciones de bienes y servicios pierde importancia al tener implícita la idea de que las crisis externas ocurren por los flujos de comercio, lo cual tenía sustento en un mundo de fuerte control a la entrada y salida de capitales. Este ambiente económico ha desaparecido en casi todos los países, si bien es cierto que los dos con mayor población (China e India) mantienen controles a la movilidad de capitales.

En este contexto, el modelo de reservas óptimas se volvió a estimar sustituyendo esta variable por la de reservas / amortizaciones como indicador de liquidez externa, más acorde con las nuevas circunstancias en que se desenvuelve la economía colombiana en la actualidad.

En el Cuadro 19 se presentan los resultados que se obtuvieron de estas nuevas estimaciones con la especificación 3B. Cada fila del cuadro supone diferentes costos de crisis externas. Como se aprecia, los resultados son sensibles al costo de la crisis. Suponiendo una pérdida de 100% del PIB -como en el modelo estimado en 1994- las "reservas óptimas" son superiores a US\$18.000 m. Si se piensa que el costo de la crisis puede ser de un 10% del PIB, las reservas óptimas serían de US\$11.885 m en 2003. Por último, para que el nivel actual de reservas resulte óptimo, el costo de la crisis debería ser de 6,5% del PIB.

El costo de una crisis es una variable difícil de cuantificar debido a que este episodio no solamente viene acompañado de caídas en la producción y el ingreso, sino también de reducciones importantes en la riqueza de un país. Un rango razonable de costo de caída del producto (sin incluir los efectos sobre la riqueza) estaría entre 8% y 15% del PIB real²². En Colombia, el costo de la contracción del año 1999 fue de 7,2%. En consecuencia, el nivel actual de las reservas internacionales es adecuado para atender las necesidades de una crisis como la que tuvo que enfrentar el país en ese año.

Cuadro 19			
Cálculo de reservas "óptimas" en 2003 y 2004, con distintos costos de crisis			
Costo de la crisis (% del PIB)	Reservas óptimas (millones de dólares)		
	Junio 2003	Diciembre (*)	2004 Marzo (*)
100,0	18.088	20.431	20.649
40,0	16.284	17.197	17.334
10,0	11.885	12.322	12.448
5,5	10.101	10.559	10.689
4,0	9.222	9.696	9.831
1,0	5.854	6.387	6.558

(*) Las estimaciones corresponden a la actualización del modelo de reservas óptimas que se presenta en los cuadros R3.2 y R3.3 del Recuadro 3.

Fuente: Banco de la República.

²² Gupta *et al.* (2003) encuentran que las pérdidas del PIB por efecto de una crisis externa están en este rango para una muestra de 195 países entre 1980 y 1999.

Estos resultados son también sensibles al “costo de oportunidad” de las reservas que se emplee en el cálculo. El que se ha utilizado aquí es el correspondiente a cada año, que en promedio entre 1994 y 1997 fue cercano al 5,0%. Sin embargo, si este aumentara al 6,0%, por ejemplo, con un costo de la crisis de 10,0% del PIB, las reservas óptimas se incrementarían de US\$10.916 m a US\$11.885 m.

En consecuencia, el análisis anterior sugiere que en la actualidad Colombia posee un acervo de reservas internacionales muy cercano al nivel óptimo calculado por el modelo. Sin embargo, como sucede con cualquier ejercicio de esta naturaleza, sus resultados son muy sensibles a cambios en las variables explicativas y, por lo tanto, deben tomarse con precaución. Son indicativos para la autoridad sobre estos niveles óptimos de reservas internacionales y deben utilizarse junto con otros criterios para tomar las decisiones finales de la política de reservas. Otros indicadores que son importantes y que complementan estos resultados son los de la vulnerabilidad externa del país en los próximos años que arrojan las proyecciones de la balanza de pagos y su comparación con los de otros países emergentes.

RECUADRO 3 ESTIMACIÓN ECONOMETRICA DE LA FUNCIÓN DE PROBABILIDAD DE CRISIS

El modelo de probabilidad de crisis, correspondiente a la ecuación (3B) del texto es el siguiente:

$$f = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(R/A) + \alpha_2 e^{D/X} + \alpha_3 m + \alpha_4 \ln(\text{prima de riesgo-país})$$

Donde R/A es la relación entre reservas (R) y amortizaciones de corto plazo de la deuda externa (A), D/X es la relación entre la deuda externa total (D) y las exportaciones totales (X), m es la razón de importaciones a PIB, y prima de riesgo país es el coeficiente de riesgo de las economías emergentes (EMBI+).

Este modelo se estimó con datos trimestrales para el período de 1994 a junio de 2003. Los principales resultados se presentan en el Cuadro R3.1. En los cuadros R3.2 y R3.3 se exhiben los resultados de las estimaciones a diciembre de 2003 y marzo de 2004, respectivamente.

Debido a la endogeneidad de la variable reservas / amortizaciones ($\ln(R/A)$), la ecuación (3) fue estimada utilizando el método de mínimos cuadrados en dos etapas, utilizando

Cuadro R3.1

**Resultados econométricos del modelo
de la función de probabilidad de crisis, junio de 2003**

Variable	DF	Estimado	Error estándar	Estadístico <i>t</i>	Pr. mayor <i>t</i>
Intercepto	1	-8,32	1,109	-7,50	0,0001
<i>Ln(R/A)</i>	1	-2,94	0,306	-9,61	0,0001
<i>ED/x</i>	1	7,32E-07	3,31E-07	2,30	0,0290
<i>Ln(prima de riesgo-país)</i>	1	0,74	0,148	4,99	0,0001
<i>M</i>	1	11,71	2,968	3,95	0,0005
<i>Dummy</i>	1	-1,27	0,741	-1,71	0,0973

Fuente: Estimaciones del Banco de la República, SGEE.

Cuadro R3.2

**Resultados econométricos del modelo
Diciembre de 2003**

Variable	Parámetro
<i>C</i>	-8,20057
<i>LOG(R/A)</i>	-3,16584
<i>EXP(D/X)</i>	2,985E-07
<i>Ln(prima de riesgo-país)</i>	0,68493
<i>M</i>	15,05147

Fuente: Estimaciones del Banco de la República, SGEE.

Cuadro R3.3

**Resultados econométricos del modelo
Marzo de 2004**

Variable	Parámetro
<i>C</i>	-7,96243
<i>LOG(R/A)</i>	-3,18939
<i>EXP(D/X)</i>	3,217E-07
<i>Ln(prima de riesgo-país)</i>	0,62662
<i>M</i>	16,24224

Fuente: Estimaciones del Banco de la República, SGEE.

como instrumentos el logaritmo del gasto público / PIB y la prima de riesgo-país de Colombia. Las estadísticas de diagnóstico de los residuales de esta regresión no muestran evidencia del incumplimiento de los supuestos usuales.

Se hizo una prueba de autocorrelación, de normalidad, de heteroscedasticidad y de raíz unitaria sobre los residuales y de sobre-identificación (variables instrumentales) (Cuadro R3.4).

Cuadro R3.4
Análisis estadístico de los resultados

Prueba	Estadística	Probabilidad
Autocorrelación		
Godfrey Rez.	11,32	0,13
Normalidad		
Shapiro-Wilk W	0,96	0,34
Heteroscedasticidad		
White	13,75	0,54
Raíz unitaria		
Dickey Fuller (AF) Rez.	(2,77)	0,01
Variables instrumentales		
Basman	0,01	0,93

2. Indicadores de vulnerabilidad externa y comparaciones internacionales

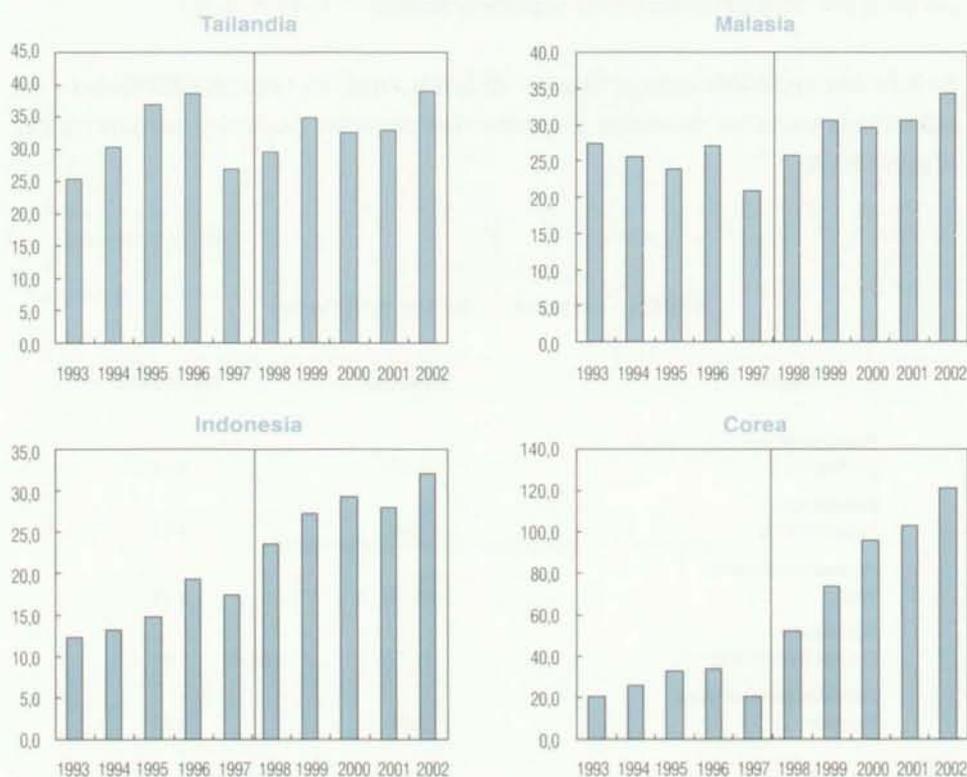
El Gráfico 19 muestra el comportamiento de las reservas internacionales de cuatro países asiáticos que enfrentaron una situación económica crítica en los años de 1997 a 1998. Como se aprecia en este gráfico, en los últimos años todos los países han estado incrementando el nivel de sus reservas internacionales. En el caso de Corea del Sur el actual acervo de reservas internacionales es aproximadamente seis veces más que el que tenía ese país antes de la crisis de 1997 a 1998. Malasia y Tailandia han expresado abiertamente su deseo de acumular más reservas en la medida en que las condiciones de mercado lo permitan.

A su vez, en el Gráfico 20 se muestra el nivel de reservas internacionales de los nueve países asiáticos de mayor tamaño económico. Dicho gráfico se refiere a las reservas internacionales de los bancos centrales en marzo de este año y está expresado en miles de millones de dólares. Los países asiáticos mantienen reser-

Gráfico 19

Reservas internacionales de cuatro países asiáticos

(Miles de millones de dólares)

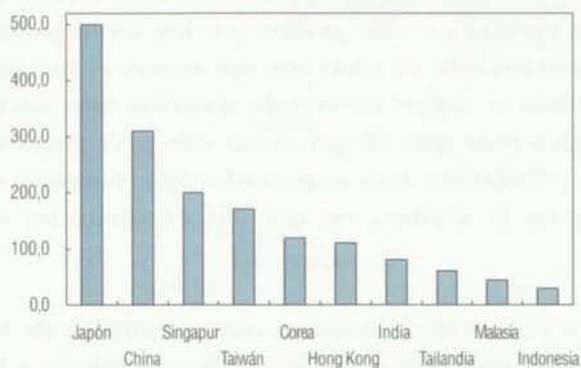


Fuente: FMI.

Gráfico 20

Reservas internacionales en Asia

(Miles de millones de dólares)



Fuente: S. F. Fisher, J. P. Morgan Flemmings.

vas internacionales que superan US\$1,5 mm. Por su parte, el Gráfico 21 presenta, para la misma fecha, el valor per cápita de tales reservas. En algunos países asiáticos tales reservas son una porción importante de la riqueza individual.

Las reservas internacionales en Colombia son de aproximadamente US\$222 per cápita. Esta cifra contrasta con la de varios países de Asia que tienen reservas per cápita de varios miles de dólares.

Los tres indicadores más relevantes para hacer una evaluación de la vulnerabilidad externa de los países son los siguientes: i) reservas / amortizaciones del año en curso; ii) reservas / servicio de la deuda externa total; iii) reservas / (amortizaciones + déficit en cuenta corriente).

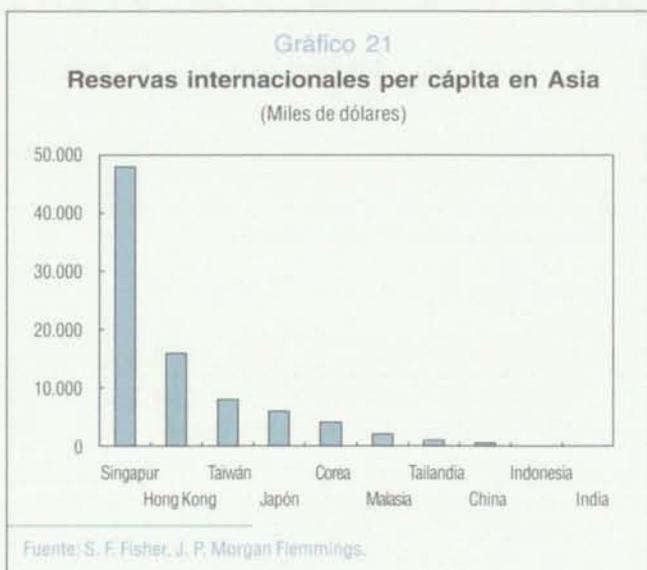
El primero es suficiente para países que no tienen déficit en la cuenta corriente o una moneda sobrevaluada, por lo cual la necesidad de liquidez internacional se limita a las

amortizaciones de la deuda pública. El segundo es útil cuando el país necesita acudir al mercado internacional no sólo para financiar las amortizaciones de la deuda total sino también para financiar los intereses de esas obligaciones. Por último, el tercer indicador es especialmente relevante para medir la vulnerabilidad externa de países con amortizaciones y pago de intereses importantes, con déficit en la cuenta corriente y que desean que en el caso eventual que se presente el cierre de los mercados internacionales el ajuste de la cuenta corriente no se dé en forma rápida y brusca a través de los efectos recesivos que genera una devaluación excesiva y descontrolada.

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

El Cuadro 20 presenta para Colombia una proyección de los indicadores descritos durante el período de 2003 a 2010. Como se mencionó en la introducción, para los próximos años se espera que los “indicadores de amortización” de deuda externa excedan el valor de 1,0, variando entre 1,01 y 1,22. A su vez, los indicadores de “servicio de la deuda total” y de “posición adecuada de liquidez” se calculan en valores menores que 1,0. Por ejemplo, el indicador reservas / (amortizaciones + déficit en cuenta corriente) se sitúa por debajo 1,0 en todos los años comprendidos entre 2003 y 2010. El de reservas / servicio de la deuda total tendrían un valor de 0,89 en 2004 y alrededor de este valor en los tres años siguientes.

El Cuadro 21 y el Gráfico 22 muestran la comparación de algunos indicadores de vulnerabilidad para los países de la región, incluyendo a Colombia para el



Cuadro 20
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Saldos						
Reservas internacionales netas (RIN), según FMI (millones de dólares)	8,113	8.800	9.982	10.507	10.524	11.035
Indicadores						
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa						
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	9.014	8.667	7.893	10.072	10.411	8.627
Reservas netas / Amortizac. deuda externa del año en curso	0,90	1,02	1,26	1,04	1,01	1,28
Reservas netas / Amortizac. deuda externa del siguiente año	0,94	1,11	0,99	1,01	1,22	1,19
B. Posición adecuada de liquidez externa						
RIN / (Servicio de la deuda año corriente)	0,70	0,78	0,95	0,83	0,86	0,92
RIN / (Servicio de deuda año siguiente)	0,72	0,84	0,79	0,86	0,88	0,86
RIN / (Amortizac. de deuda año corriente + Déf. Cta. Cte. año corriente)	0,97	1,09	1,09	0,90	0,95	0,95
RIN / (Amortizac. de deuda año siguiente + Déf. Cta. Cte. año siguiente)	1,01	0,96	0,85	0,95	0,90	0,89
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Saldos						
Reservas internacionales netas (RIN), según FMI (millones de dólares)	11.212	11.445	11.768	12.109	12.465	12.832
Indicadores						
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa						
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	9.273	9.547	9.853	10.720	9.760	10.614
Reservas netas / Amortizac. deuda externa del año en curso	1,21	1,20	1,19	1,13	1,28	1,21
Reservas netas / Amortizac. deuda externa del siguiente año	1,17	1,16	1,10	1,24	1,17	n.d.
B. Posición adecuada de liquidez externa						
RIN / (Servicio de la deuda año corriente)	0,87	0,87	0,87	0,84	0,88	0,82
RIN / (Servicio de deuda año siguiente)	0,85	0,85	0,82	0,86	0,80	n.d.
RIN / (Amortizac. de deuda año corriente + Déf. Cta. Cte. año corriente)	0,90	0,93	0,91	0,89	0,94	0,91
RIN / (Amortizac. de deuda año siguiente + Déf. Cta. Cte. año siguiente)	0,91	0,89	0,87	0,91	0,88	n.d.
n.d. No disponible.						
Fuente: Banco de la República, SGEE, Departamento de Programación e Inflación.						

año 2003. Si bien en el de reservas / importaciones y reservas / M3, Colombia aparece en buena posición, en el más relevante y empleado de los tres se tiene un nivel significativamente inferior al de Chile y Perú, similar al de México (país en que el indicador pierde relevancia por la gran participación del sistema de maquila en la producción) y superior únicamente a Brasil, que cuenta con un superávit fiscal primario de alrededor de 4,0% del PIB y un nivel de deuda pública como porcentaje del PIB superior a Colombia.

Cuadro 21
Indicadores de capacidad de pago de las reservas internacionales
A enero de 2004

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
RIN / M1	3,7	8,0	8,0	3,5	11,0
RIN / M3	8,8	41,3	37,4	18,2	n.a.
RIN / Posibles salidas de capital en los próximos 12 meses	1,4	13,0	3,8	6,8	3,9
Reservas brutas / Proyecciones, amortizaciones deuda externa, sectores público y privado en un año	0,9	2,2	1,2	1,2	2,0

M1 = efectivo + depósitos en cuenta corriente.
M3 = agregado monetario = M1 + PSE.
n.a. No aplica.

Fuente: Banco de la República y proyecciones de Goldman Sachs, J.P. Morgan.

Al comparar los indicadores de América Latina con los de Asia, se observa que estos tienen en su mayoría niveles de reservas relativos a la amortización de deuda pública y privada de un año superiores a los de Colombia (Cuadro 22).

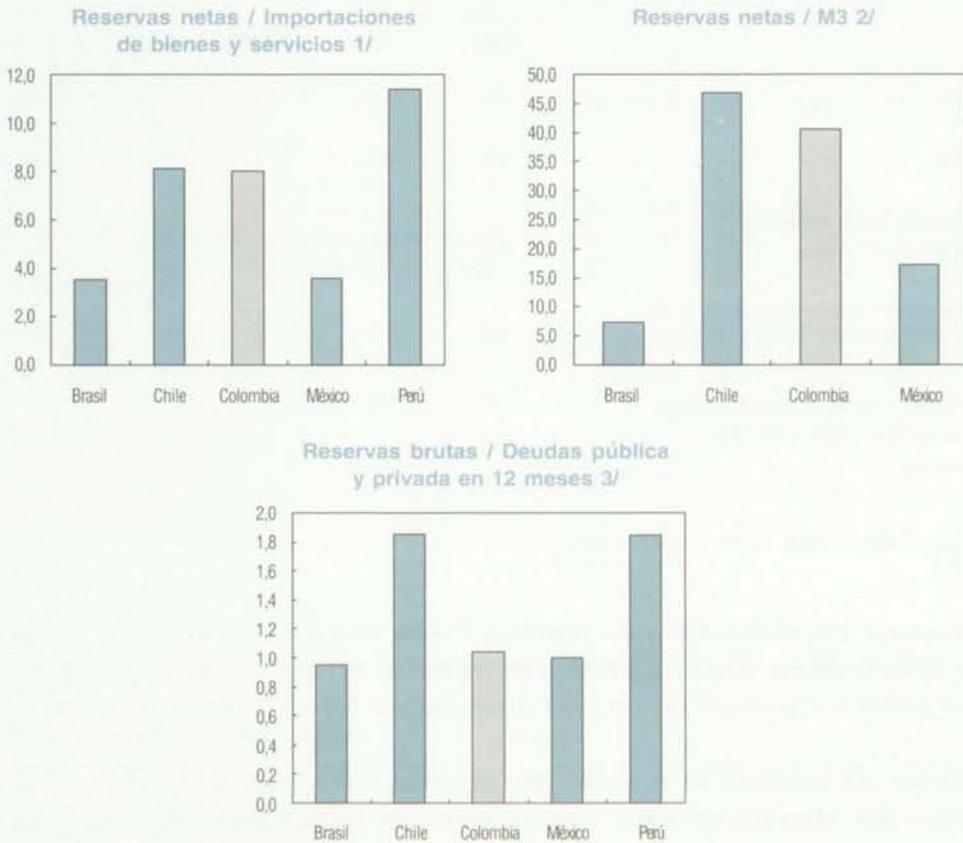
El Gráfico 23 muestra la relación de reservas / PIB para Colombia y algunas regiones del mundo, en años considerados de importancia tanto por su cercanía al actual como por la diversidad de crisis externas presentadas. Según este gráfico, Colombia en la primera mitad de los años noventa tuvo una proporción de reservas / PIB superior a la del promedio de países emergentes y América Latina en particular, y semejante a la de Asia. En 2001, sin embargo, la misma relación era inferior a la del promedio de los países emergentes, Asia, África y Europa. Solamente es superior al conjunto de América Latina, lo cual no es motivo de tranquilidad debido al peso en la estadística que tiene un país en crisis, Argentina, y otro grande pero visto con temores por los mercados internacionales, Brasil. En otras palabras, los países han buscado acumular reservas en los últimos años, aumentando la relación de reservas / PIB. Colombia no sobresale en esta comparación.

Algunos indicadores de vulnerabilidad externa, como el de reservas / servicio de la deuda y el de reservas / (amortizaciones + déficit en cuenta corriente), están actualmente por debajo de 1,0 (0,86 y 0,89, respectivamente). Esto puede ser visto con preocupación por parte de los inversionistas nacionales y extranjeros teniendo en cuenta que el país en el futuro continuará pagando montos importantes de intereses de la deuda externa. Además, para las economías en

Gráfico 22

Indicadores de reservas internacionales en varios países latinoamericanos

(Miles de millones de dólares)



1/ A partir de julio de 2002 para Brasil, se utiliza la definición de reservas netas del Banco Central del Brasil que incluye como pasivos de corto plazo los balances de crédito recíprocos y créditos del FMI. El dato de importaciones de todos los países corresponde a junio.

2/ El indicador de Brasil (Ago.) La serie fue revisada y redefinida en julio de 2001. Incluye: Moneda en circulación + Depósitos a la vista en bancos comerciales + Depósitos especiales remunerados + Depósitos de ahorros + Títulos emitidos por instituciones financieras + Fondos de inversión + Fondos de renta fija de corto plazo. En Chile (Sep.): Efectivo + Depósitos en cuenta corriente del sector privado no financiero netos de canje + Depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes + Depósitos de ahorro a la vista + Depósitos a plazo del sector privado + Depósitos de ahorro a plazo incluidos los de vivienda. En México (Ago.): Billetes y monedas en poder del público + Cuentas de cheques en moneda nacional en bancos del país + Depósitos en cuenta corriente en moneda nacional en bancos del país + Captación interna de bancos residentes del país en moneda nacional + Captación de bancos residentes del exterior en moneda nacional. A partir de enero de 2002 la serie fue revisada y redefinida y se incluyen los siguientes componentes adicionales: valores públicos y privados en poder de residentes y a los fondos de retiro y valores del Gobierno Federal en poder de residentes del exterior.

3/ Las proyecciones corresponden al año 2002 y se refieren al promedio de las amortizaciones en un año de la deuda externa pública y privada en los próximos 12 meses calculadas por Goldman Sachs & Co (*Latin American Economic Analyst*, junio de 2003) y Chase J. P. Morgan (*World Financial Markets*, julio de 2003 y *Emerging Markets Outlook*, julio de 2003), con excepción de Colombia, donde se toman las proyecciones que realiza la SGEE. Para Perú sólo se utilizaron las proyecciones de J. P. Morgan Chase debido a una inconsistencia en los pronósticos de Goldman Sachs & Co.

Fuentes: Bancos centrales y Datastream.

desarrollo es fundamental tener siempre la capacidad de financiar déficit moderados de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Con ellos la inversión puede crecer por encima del ahorro interno y así promover el crecimiento.

Cuadro 22

Indicadores de capacidad de pago de las reservas internacionales, países asiáticos

(Miles de millones de dólares)

	China	India	Indonesia	Malasia	Filipinas	Corea	Tailandia
Reservas, 2003 1/	430,4	105,0	34,5	45,0	12,8	151,4	40,1
Deuda corto plazo, 2004 1/	51,2	13,4	26,4	10,7	8,3	63,0	13,4
Amortizaciones deuda mediano y largo plazos, 2003 2/	15,0	5,7	10,5	6,9	5,8	11,2	7,7
Reservas brutas / Proyecciones, amortizaciones deuda externa sectores público y privado en un año, 2003 2/	6,5	5,5	0,9	2,6	0,9	2,0	1,9

1/ Estimados J. P. Morgan Chase. *World Financial Markets*, abril, 2003.2/ Estimados J. P. Morgan Chase. *Emerging Markets Outlook*, mayo, 2003.

Fuente: J. P. Morgan Chase.

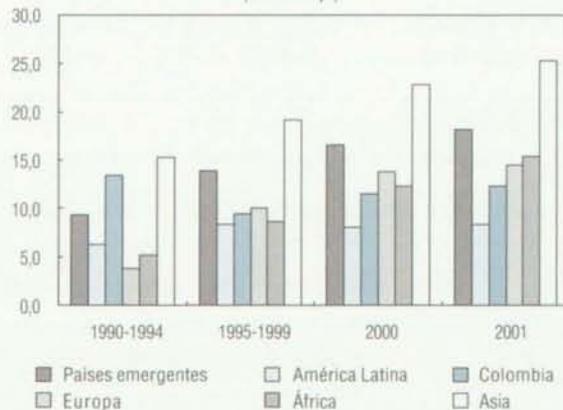
En conclusión, el análisis utilizando estos dos criterios para evaluar el nivel de reservas internacionales del país muestra que aunque existe algún margen por el lado del indicador de vulnerabilidad externa que tiene en cuenta solamente las amortizaciones de la deuda, este margen no es sustancial. Además, los otros indicadores están en la actualidad en niveles inferiores a 1,0 y los resultados del modelo indican que Colombia, con el nivel actual de reservas, podría enfrentar una crisis externa que costará hasta 6,0% del PIB. Si existe un margen para desacumulación de reservas, este es pequeño, y en ningún caso debe superar los US\$500 m por los riesgos que ello conllevaría. Estos riesgos están representados en que el país no tenga las suficientes reservas para enfrentar una crisis externa de mediana magnitud.

Teniendo en cuenta estos criterios sobre el nivel actual de las reservas internacionales del país, la JDBR consideró viable la utilización de US\$500 m para el

Gráfico 23

Reservas / PIB en países emergentes, 1990-2001

(Porcentaje)



Fuente: FMI.

pago de la deuda externa. Estos recursos no han sido destinados para este fin pues la operación fue diferida por el Gobierno Nacional.

Entre el momento que se efectuó este análisis (noviembre de 2003) y el actual, la situación externa del país ha cambiado de manera importante. Los acontecimientos políticos y económicos en los Estados Unidos, junto con la recuperación global, han repercutido en un importante flujo de dólares hacia nuestro país que se han reflejado entre otras cosas en una disminución sustancial de la prima de riesgo-país y una tendencia a la apreciación del tipo de cambio. Este nuevo entorno externo no cambia las conclusiones del análisis anterior, puesto que aún existe el riesgo de que esta situación se revierta y en lugar de que el país enfrente flujos crecientes de capital, que se cierren los mercados externos en un futuro. Estos cambios abruptos suelen ocurrir y son frecuentes después de períodos de importantes flujos externos de capital. En este sentido, se mantiene la conclusión de que el país requiere un nivel de reservas tal que le permita enfrentar una crisis externa de mediana magnitud.

De hecho, al reestimar el modelo de reservas óptimas, actualizando hasta diciembre de 2003 y marzo de 2004 las variables relevantes, se obtienen resultados que indican que el país requiere un nivel de reservas óptimas superior al estimado en el documento de noviembre de 2003, con datos a junio de ese mismo año (Cuadro 19). Este resultado se explica, entre otros factores, por la disminución sustancial del costo de oportunidad de mantener las reservas internacionales. En junio de 2003 era de 4,1%, mientras que ahora es de 3,8% como consecuencia del menor costo del endeudamiento externo del país.

B. El manejo de las reservas internacionales durante 2003

Las reservas internacionales netas totalizaron en diciembre de 2003, US\$10.915,6 m, US\$75,1 m superiores al saldo registrado en diciembre de 2002²³. El principal componente de las reservas internacionales lo constituye el portafolio de inversión de US\$9.770,5 m., el 89,5% del total. El saldo restante se halla distribuido en: i) la posición de reservas en el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas (Flar), US\$738,0 m; ii) los DEG, US\$172,5 m; iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US\$162,4 m, y iv) los depósitos a la orden y el efectivo en caja por US\$77,9 m. Así mismo, en diciembre de 2003 se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$5,8 m (Cuadro 23).

Los criterios de administración de las reservas internacionales establecidos son, en orden de importancia, *seguridad, liquidez y rentabilidad*. Conforme

²³ Son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes.

Cuadro 23

Principales componentes de las reservas internacionales

(Millones de dólares)

Descripción	Diciembre 2002	Part. %	Junio 2003	Part. %	Diciembre 2003	Part. %
Caja	38,8	0,4	63,6	0,6	77,9	0,7
Efectivo en caja	36,4	0,3	63,0	0,6	77,2	0,7
Depósitos a la orden	2,4	0,0	0,6	0,0	0,7	0,0
Inversiones	9.825,7	90,6	9.443,8	89,9	9.770,5	89,5
Portafolio directo	4.806,3	44,3	4.297,7	40,9	4.519,3	41,4
Portafolio en administración	5.019,5	46,3	5.146,1	49,0	5.251,2	48,1
Oro	112,1	1,0	112,8	1,1	136,4	1,2
En caja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
En custodia	112,1	1,0	112,8	1,1	136,4	1,2
Fondo Monetario Internacional	542,0	5,0	560,6	5,3	597,2	5,5
DEG	154,8	1,4	160,2	1,5	172,5	1,6
Posición de reserva	387,1	3,6	400,4	3,8	424,7	3,9
Fondo Latinoamericano de Reservas	323,8	3,0	323,8	3,1	333,3	3,1
Aportes	303,8	2,8	303,8	2,9	313,3	2,9
Pesos andinos	20,0	0,2	20,0	0,2	20,0	0,2
Convenios internacionales	1,7	0,0	0,3	0,0	6,0	0,1
Total reservas brutas	10.844,1	100,0	10.504,8	100,0	10.921,4	100,1
Pasivos de corto plazo	3,6	0,0	5,0	0,0	5,8	0,1
Convenios internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bancos del exterior	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondo Latinoamericano de Reservas (Flar)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valores por pagar compra inversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses causados de los pasivos	3,6	0,0	5,0	0,0	5,8	0,1
Total reservas netas	10.840,5	100,0	10.499,8	100,0	10.915,6	100,0

Fuente: Banco de la República

a estos criterios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario, mientras que parte de ellas se mantiene como capital de trabajo, garantizando su disponibilidad inmediata.

También se han establecido criterios sobre la composición de las monedas en las que se encuentran invertidas las reservas internacionales. Hasta el mes de febrero pasado, esta composición era de 85% en dólares de los Estados Unidos, 12% en euros y 3% en yenes. Esta distribución se modificó recientemente, con base en estudios sobre la probable evolución del euro y el yen frente al

dólar, dentro de los límites existentes por los criterios establecidos para el manejo de las reservas internacionales (véase Anexo).

De acuerdo con los lineamientos anteriores, una proporción del portafolio de inversión de las reservas internacionales la manejan entidades financieras externas, escogidas mediante un riguroso sistema de selección que incluye su experiencia en el negocio, el tamaño de los fondos que administran, y la calidad de sus capacidades de gestión y de control de los riesgos. Como se ha mencionado en informes anteriores, estas entidades han mejorado el rendimiento de las reservas a través de un manejo especializado²⁴.

Del portafolio total de inversiones, el Banco de la República gestionó directamente US\$4.519,3 m (46,3% del total del tramo de inversiones), incluido un capital de trabajo de US\$781,3 m, y las firmas especializadas Barclays Global Investors, J. P. Morgan Investment Management Inc., Goldman Sachs Asset Management y Morgan Stanley Investments L. P. administraron el restante 53,7%, US\$5.251,2 m.

Durante el año 2003, el índice de referencia mediante el cual se evalúa la gestión de la porción²⁵ administrada por Barclays Global Investors y J. P. Morgan Investment Management Inc. registró un rendimiento de 6,80%, frente a 7,98% de la porción administrada por Barclays Global Investors y 6,88% de la porción administrada por J. P. Morgan Investment Management. El índice de referencia²⁶ para el portafolio administrado por Goldman Sachs Asset Management y Morgan Stanley Investment L. P. tuvo un rendimiento de 1,69% frente a 1,98% registrado por el primero y 1,47% por el segundo. La porción del portafolio administrada directamente por el Banco de la República excluyendo el capital de trabajo, generó un rendimiento durante 2003 de 3,98%, frente al obtenido por el índice de referencia mediante el cual se evalúa la gestión de esta porción de 4,01%²⁷. Por su parte, el rendimiento del capital de trabajo fue de 1,08%.

El riesgo crediticio para el total del portafolio de inversiones se concentra principalmente en el sector soberano, incluyendo corto y largo plazos, con

²⁴ Es importante señalar que varios bancos centrales, entre ellos los de Brasil y Chile, emplean esquemas semejantes de delegación de la administración de una porción de sus activos externos en entidades de primera línea para beneficiarse del alto grado de especialización que estas firmas ofrecen.

²⁵ Denominada "mandato global".

²⁶ Denominado "mandato de rotación en los Estados Unidos".

²⁷ Los portafolios de referencia que se utilizan para medir la gestión de los administradores externos están compuestos por activos denominados en dólares americanos, euros y yenes; estos activos se encuentran invertidos en una combinación de instrumentos de mercado monetario y bonos gubernamentales de uno a cinco años. A diciembre 31 de 2003 la duración promedio para el total del índice del tramo de inversión era de 1,18 años y la composición cambiaría de 86% dólares americanos, 11% euros y 3% yenes.

un 64,1% del portafolio, y la proporción restante se distribuye entre los demás sectores, así: 19,6% en el sector bancario, 10,6% en el corporativo y 5,7% en el supranacional. A diciembre de 2003, la distribución de este riesgo de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas fue la siguiente: el 41,9% "P-1", el 49,1% "AAA", el 6,1% "AA", el 0,5% "A" y el 2,4% en el Bank for International Settlements (BIS)²⁸. La distribución del riesgo crediticio refleja el criterio de seguridad con que se administran las reservas internacionales.

El rendimiento neto del portafolio de inversión de las reservas internacionales obtenido tanto por el Banco de la República como por los administradores delegados totalizó US\$464,3 m, de los cuales US\$217,4 m tuvieron su origen en ingresos por causaciones y US\$246,9 m correspondieron a ganancias derivadas de la valuación a precios de mercado de las reservas internacionales. Las ganancias por valuación se originaron por la evolución del euro, del yen y de los DEG frente al dólar, US\$262,1 m, así como por la valorización de las inversiones en bonos y el oro de US\$15,2 m²⁹.

Referencias del Capítulo IV

- Aizenman, Joshua; Marion, Nancy (2002). "The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On?", *NBER*, documento de trabajo, No. 9.266. (<http://papers.nber.org/papers/w9266>).
- Banco de la República (Gerencia Técnica) (2003). "El análisis del nivel adecuado de las reservas internacionales", en *Revista del Banco de la República*, No. 914, Vol. LXXVI.
- Bussiere, Matthieu; Mulder, Christian (1999). "External Vulnerability in Emerging Market Economies -How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion", FMI, documento de trabajo WP/99/88.
- Gottlieb Daniel; Ben Bassat, Avi (1992). "Optimal International Reserves and Sovereign Risk," en *Journal of International Economics*, Vol. 33.
- Greenspan, Alan (1999). "Currency Crises and Debt", comentarios del gerente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Alan Greenspan, antes de la conferencia Tendencias recientes en el manejo de las reservas internacionales, del Banco Mundial, Washington, abril.
- Oliveros, Hugo; Varela, Carlos (1994). "Consideraciones sobre el nivel óptimo de reservas internacionales", en Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 005.
- Poonam, Gupta; Deepak, Mishra; Sahay, Ratna (2003). "Output Response to Currency Crises". FMI, documento de trabajo WP/03/230.

²⁸ Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings.

²⁹ El precio del oro Good Delivery (99,5% de pureza) en el mercado internacional (FIX A. M. de Londres) se elevó de US\$342,75 por onza en diciembre 31 de 2002 a US\$417,25 por onza en diciembre 31 de 2003.

ANEXO

**PREGUNTAS Y RESPUESTAS
SOBRE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**

¿Qué son las reservas internacionales?

Las reservas internacionales son los activos en el exterior bajo el control de las autoridades monetarias, las cuales pueden disponer de ellos de inmediato para financiar directamente los desequilibrios de la balanza de pagos, para regular indirectamente la magnitud de dichos desequilibrios mediante la intervención en los mercados cambiarios modificando el tipo de cambio, y para otros fines. Para que un activo externo se considere activo de reserva se requiere que las autoridades tengan un control directo y efectivo sobre el activo, y que se pueda disponer de inmediato con el fin de corregir directa e indirectamente un desequilibrio de la balanza de pagos¹.

¿Cuáles son los objetivos para mantener reservas internacionales?

Los principales objetivos del Banco de la República para mantener reservas internacionales son:

1. Proteger la economía contra posibles choques externos que pueden tener lugar sobre la cuenta corriente o sobre flujos de capitales.
2. Invertir dichas reservas desde la perspectiva de un banco central, minimizando riesgos de pérdida y asegurando la disponibilidad oportuna de liquidez internacional cuando ésta sea necesaria.
3. Garantizar la provisión eficiente de liquidez internacional cuando las condiciones ameriten utilizar parte de las reservas con este propósito².

¿Cuál es el nivel adecuado de reservas?

El nivel adecuado de reservas debe ser aquel que iguala el costo y el beneficio de tener activos externos. Dentro de los beneficios de tener reservas internacionales se destaca: amortiguar choques externos al disminuir los efectos económicos negativos sobre la actividad y los ingresos de la población, a través del adecuado ajuste del tipo de cambio, la

¹ *Manual de balanza de pagos, Versión V, FMI (1993).*

² *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, marzo de 2003, pp. 50-51.*

estabilización del aparato productivo al garantizar los pagos de obligaciones externas en el corto plazo, y servir como garantía para los préstamos externos. En este sentido, mientras mayor sea el nivel de reservas, mayores serán los beneficios asociados, y mientras menos reservas tenga una economía, mayores son los costos asociados con los ajustes ya mencionados. Por otra parte, el mantener reservas implica costos de oportunidad en términos del mejor uso alternativo de estos recursos, como, por ejemplo, en consumo, inversión, o pagar la deuda externa, así como el costo asociado con quedarse sin reservas internacionales y no tener acceso a los beneficios anteriormente descritos.

El nivel "adecuado" se puede determinar a partir del tamaño relativo de las reservas internacionales frente a la deuda externa, el perfil de las amortizaciones, las importaciones o los agregados monetarios. Los indicadores de referencia más utilizados en la actualidad son reservas / amortizaciones en el próximo año igual a 1,0 y saldos de deuda / reservas que no superen 3,0 (Cuadro A.1).

¿Cómo se compara el nivel de reservas de Colombia con el de otros países latinoamericanos y otros países emergentes?

Los indicadores de la capacidad de pago de las reservas internacionales muestran que Colombia está por encima de México y Brasil y por debajo de Chile y Perú (véase Cuadro 21 del capítulo IV).

Cuadro A.1			
Indicadores de capacidad de pago de las reservas internacionales netas A enero de 2004			
	Nov-03	Dic-03	Ene-04
Reservas netas / Promedio seis meses de Importaciones de bienes y servicios	8,0	8,0	8,3
Reservas netas / M3	38,8	36,7	37,4
Reservas netas / Salidas predeterminadas en moneda extranjera de las autoridades monetarias en los próximos 12 meses.	3,5	3,7	3,8
Reservas netas / Amortizaciones en un año deudas pública y privada	2,2	1,2	2,2

Fuente: Banco de la República.

Al comparar los indicadores de América Latina con los de Asia, se observa que estos tienen en su mayoría niveles de reservas relativos a la amortización de deuda pública y la privada de un año superiores a los de Colombia (véase Cuadro 22 del capítulo IV).

¿Qué características debe cumplir un activo de reserva?

Los activos de reserva deben cumplir con las siguientes características:

- En primer lugar, activos líquidos (negociables), de los cuales las autoridades monetarias puedan disponer inmediatamente.
- Si las autoridades van a utilizar los activos para fines de balanza de pagos y para intervenir en el mercado cambiario, los activos de reserva deberán ser activos en divisas.
- Por otra parte, para que sean líquidos, los activos de reserva deberán mantenerse en monedas extranjeras convertibles, es decir, que puedan utilizarse libremente para el pago de transacciones internacionales.
- Los activos externos se refieren a los activos de las autoridades monetarias frente a los de no residentes.
- Los activos de reserva deben existir realmente.
- Los activos dados en prenda no necesariamente deben excluirse de los activos de reserva³.

¿Qué tipos de activos se pueden clasificar como activos de reserva?

Los activos de reserva se pueden clasificar en los siguientes tipos:

- Oro monetario.
- Derechos especiales de giro en el FMI.
- Títulos de crédito de autoridades monetarias frente a los de no residentes en forma de moneda, depósitos bancarios, valores públicos, otros bonos y pagarés, instrumentos de mercado monetario, títulos de participación en el capital⁴.

³ *Manual de balanza de pagos*, Versión V, FMI (1993).

⁴ *Ibidem*.

- Activos no negociables denominados en moneda extranjera vinculados a convenios entre bancos centrales o gobiernos, en monedas libremente convertibles.

¿Qué criterios se tienen para definir los activos donde se invierten las reservas?

El Comité de Reservas define las políticas de inversión de las reservas, las cuales están enmarcadas dentro de los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad, tal y como lo define la Ley 31 de 1992. De esta forma, las inversiones de las reservas se limitan a unos activos de renta fija y a divisas de los países industrializados, con la mayor calidad crediticia y un amplio mercado secundario.

¿Qué es un índice de referencia?

El índice de referencia es un portafolio teórico donde se define el perfil neutro de riesgo del inversionista. El Comité de Reservas ha definido como parámetro de riesgo que en ningún año se presenten retornos negativos con las inversiones de las reservas, con un nivel de confianza mayor que 90%, y que los activos que constituyen el índice deben ser los títulos de mayor liquidez del mercado financiero internacional. Además de invertir en los instrumentos que componen el índice de referencia, los administradores de portafolios pueden invertir en otros activos elegibles (en cantidades limitadas y predefinidas), lo cual explica que sus rendimientos difieran del rendimiento de su respectivo índice de referencia.

¿Cuál es el índice de las reservas?

El índice de referencia sólo aplica al portafolio de inversión de las reservas internacionales (excluyendo capital de trabajo) (Cuadro A.2).

De este índice general se desprenden cuatro subíndices, con los cuales se mide la gestión de los diferentes portafolios en los que está dividido el portafolio de inversiones. (Estos subíndices están expresados en el Cuadro A.3).

Las inversiones de las reservas se dividen en cuatro tipos de mandato, con el objetivo de diversificar las inversiones y de aprovechar las fortalezas que ofrecen administradores externos en el manejo de diferentes portafolios. El mandato interno indexado tiene como objetivo proveer liquidez inmediata e intermedia de las reservas, por lo tanto, mantiene una porción sustancial en inversiones del mercado monetario de los Estados Unidos. El mandato global busca diversificar las inversiones de las reservas mediante el uso de estrategias basadas en fundamentales de la economía y en el manejo activo de divisas. El mandato de rotación de los Estados Unidos busca el más alto rendimiento en inversiones de renta fija

Cuadro A.2

**Índice de referencia al portafolio de inversión
de las reservas internacionales**

(A febrero 27 de 2004)

Moneda	Índice asociado	Total (%)
Dólar	MoneyNet First Tier Institutional	44,6
	SSB Notas del Tesoro 1 a 3 años	40,3
	Total mercado	85,0
Euro	SSB Bonos del Gobierno alemán 1 a 3 años	5,0
	SSB Bonos del Gobierno alemán 1 a 5 años	7,0
	Total mercado	12,0
Yen	SSB Bonos del Gobierno japonés 1 a 3 años	1,2
	SSB Bonos del Gobierno japonés 1 a 5 años	1,8
	Total mercado	3,1

Fuente: Banco de la República.

Cuadro A.3

Subíndices

(A febrero 27 de 2004)

Moneda	Índice asociado	Indexado	Interno no indexado	Global	Rotación Estados Unidos
Dólar	MoneyNet First Tier Institutional	64,0	33,0	40,0	21,0
	SSB Notas del Tesoro 1 a 3 años	21,0	52,0	31,0	79,0
	Total mercado	85,0	85,0	71,0	100,0
Euro	SSB Bonos del Gobierno alemán 1 a 3 años	12,0	0,0	0,0	0,0
	SSB Bonos del Gobierno alemán 1 a 5 años	0,0	12,0	23,0	0,0
	Total mercado	12,0	12,0	23,0	0,0
Yen	SSB Bonos del Gobierno japonés 1 a 3 años	3,0	0,0	0,0	0,0
	SSB Bonos del Gobierno japonés 1 a 5 años	0,0	3,0	6,0	0,0
	Total mercado	3,0	3,0	6,0	0,0

Fuente: Banco de la República.

del mercado de capitales más desarrollado del mundo: el mercado norteamericano. El mandato interno no indexado es una combinación de los mandatos global y de rotación.

¿Cuál es la política de liquidez en la administración de las reservas internacionales?

Durante 2001 y parte de 2002, el Banco revisó la política de inversión de las reservas que incluyó la revaluación de las políticas de liquidez. Como primera etapa, se analizaron las necesidades de liquidez de las reservas con el objetivo de establecer la probabilidad de uso de los recursos en determinados períodos de tiempo. A partir de este estudio, se definieron tres tramos claramente medibles, cuyo monto lo establece la probabilidad de utilización de recursos en diferentes períodos de tiempo con un nivel de confianza elevado, siendo estos:

- El capital de trabajo que cubre las necesidades inmediatas de liquidez y cuyo tamaño de referencia, en la actualidad, es un multiplicador del monto que el Banco subasta en opciones de desacumulación de reservas, que oscila entre dos y cuatro de estas subastas.
- El tramo indexado, que se define como el tramo de liquidez intermedia y su monto está determinado por la desacumulación histórica de las reservas brutas en períodos de un año, con un nivel de confianza del 99%.
- El tramo no indexado, lo componen aquellos fondos que tienen una probabilidad inferior a 1,0% de ser empleados en un horizonte de tiempo de un año.

El retorno de una inversión es la compensación por el riesgo al que se expone el inversionista por adquirir un activo. Entre estos riesgos, se encuentra el de liquidez del activo. De esta forma, la inversión en activos con liquidez inferior tiene una tasa de retorno esperada superior a la de los activos de mayor liquidez. Al separar el portafolio de reservas en tramos de liquidez, resulta que el primer tramo será el de menor rentabilidad, mientras que el último tendrá una rentabilidad promedio superior.

¿Por qué se tiene la composición cambiaria?

La composición cambiaria de las reservas cumple con el objetivo consagrado en la Ley 31 de 1992 de facilitar los pagos del país en el exterior. De esta forma, el portafolio de inversiones de las reservas mantiene una composición cambiaria en las proporciones en que se encuentran los egresos de la balanza de pagos de la Nación, y a enero 31 de 2004 es de 85% en dólares americanos, 12% en euros y 3% en yenes. Hay otras monedas de reserva

libremente convertibles sobre las cuales se realizan transacciones que se han agregado a las descritas anteriormente, debido a que el monto es muy pequeño.

¿Por qué no se invierte más en euros?

Los pesos que determinan el porcentaje de una moneda están dados por los egresos de la balanza de pagos. Sin embargo, los administradores están en libertad de invertir hasta un cierto porcentaje en monedas libremente convertibles dependiendo de sus estrategias de inversión. Las monedas son: dólar australiano, dólar canadiense, dólar neozelandés, franco suizo, libra esterlina, corona sueca, corona danesa y corona noruega.

¿Qué hubiera pasado de invertir en euros las reservas?

Modificaciones drásticas de la composición cambiaría implicarían la toma de riesgos excesivos con relación a la posición neutra que surge de los egresos de balanza de pagos y podría resultar en una menor capacidad real de proteger la economía contra posibles choques externos que puedan tener lugar sobre la cuenta corriente o en los flujos de capitales.

En este contexto, la concentración de las reservas internacionales en el euro o en oro, expondría las reservas a riesgos muy significativos, ya que al comprar una unidad de euro por fuera de la posición neutra, se correría el riesgo de perder alrededor de 14,85%⁵ en un período de un año sobre la cantidad de euros adquiridos, pues las variables financieras no se pueden pronosticar con certeza. En efecto, si el criterio de inversión hubiese sido, erróneamente desde el punto de vista de un banco central, el de concentrar las inversiones de las reservas exclusivamente en euros o en oro sin reflejar los egresos de balanza de pagos, el retorno de las mismas, en términos de dólares -moneda que es la unidad contable de las reservas- el retorno de los últimos cinco años habría sido, aproximadamente, como se observa en el Cuadro A.4.

De esta forma, se puede observar claramente que si bien el año 2002 fue favorable para cierto tipo de inversiones frente al dólar, lo mismo no se puede decir de su historia, y que en agregado, las inversiones de las reservas -que diversifican las inversiones tanto en composición cambiaría como en tipos de activos- ha sido más rentable recientemente que haberlas concentrado en una sola divisa o en un único activo. Aún más, a pesar de los estudios publicados sobre la tendencia de fortalecimiento del dólar en el año 2001, el euro se fortaleció únicamente en el año 2002, mientras que entre el año 1999 y 2001 se debilitó

⁵ Con un intervalo de 95% de confianza.

Cuadro A.4
Retorno de los últimos cinco años

Año	Valorización		Retorno tramo de inversión reservas internacionales
	Euro vs. Dólar	Oro vs. Dólar	
1999	(13,8)	(0,1)	0,8
2000	(6,3)	(5,5)	6,6
2001	(5,6)	2,5	5,5
2002	18,0	24,8	7,9
2003	20,2	21,7	4,1
Acumulado	8,1	47,0	27,3

Fuente: Banco de la República.

consistentemente. La literatura económica se extiende también en estudios que mencionaban la reversión de una tendencia de fortalecimiento del euro, sustentados principalmente en la debilidad de la economía europea.

¿Cuál es la composición cambiaria de los portafolios de reservas a nivel mundial?

La determinación de la composición cambiaria de las reservas no es capricho del Banco sino que es una política ampliamente establecida en la mayoría de bancos centrales, y debido al papel fundamental que tiene el dólar americano como medio de intercambio, es la tendencia mundial que la mayor porción de las reservas internacionales de los países se encuentra denominada en dicha moneda, tendencia que se ha fortalecido en los últimos años. De acuerdo con el último informe del FMI, la composición por moneda de las reservas internacionales de todos los países está expresada en el Cuadro A.5.

Así mismo, el oro también ha perdido protagonismo como activo de reserva, lo que se evidencia en una disminución de las inversiones como porcentaje total de las reservas (Cuadro A.6).

¿Cuál es el retorno de las reservas?

En el Cuadro A.7 se presenta el retorno de las reservas desde 1995 y el retorno de la tasa libre de riesgo en los Estados Unidos para los mismos períodos.

Cuadro A.5
Composición cambiaria de las reservas
(Porcentaje sobre el total)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dólar de los Estados Unidos	56,6	56,5	56,9	60,2	62,2	65,7	67,9	67,5	67,5	64,5
Yen japonés	7,7	7,9	6,8	6,0	5,2	5,4	5,5	5,2	4,8	4,5
Libra esterlina	3,0	3,3	3,2	3,4	3,6	3,9	4,0	3,8	4,0	4,4
Franco suizo	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,7
Euro (*)	24,9	24,8	23,2	21,1	19,6	15,0	12,7	15,9	16,4	18,7
Otras monedas	6,8	6,6	9,2	8,6	8,7	9,3	9,3	6,9	6,6	7,3

(*) Antes de 1999 se agregan las monedas que componen el euro en la actualidad.
Fuente: Banco de la República.

Cuadro A.6
Oro como porcentaje de las reservas

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
16,9	13,1	13,7	13,0	11,4	10,8	11,3

Fuente: Banco de la República.

Cuadro A.7
Retorno de las reservas y de la tasa libre de riesgo en Estados Unidos, 1995-2003

Año	Sin CT	Con CT	Letra del Tesoro Estados Unidos tres meses
1995	11,2	10,9	6,0
1996	2,4	2,6	5,3
1997	2,2	2,5	5,3
1998	9,0	8,7	5,2
1999	0,3	0,8	4,9
2000	6,4	6,6	6,2
2001	5,5	5,5	4,4
2002	8,2	7,9	1,8
2003	4,3	4,1	1,1
Rdto. Acum.	5,5	5,5	4,5

CT: Capital de trabajo.
Fuente: Banco de la República.

Este retorno no tiene en cuenta los rendimientos obtenidos por activos de reserva, tales como oro, Fondo Latinoamericano de Reservas (Flar) y posición en el FMI.

¿Cuál fue el retorno del portafolio de inversiones de las reservas a enero de 2004?

A enero 31 de 2004, con datos provisionales, el retorno del portafolio de inversiones es de 0,58% (EA) desagregado, como se observa en el Cuadro A.8.

Las mismas se explican principalmente por una reducción en las tasas de interés de los países del índice y una valorización del yen frente al dólar americano (cuadros A.9 y A.10).

¿Cuáles son los gastos de administrar las reservas?

Los gastos de administración de las reservas se pueden dividir entre internos y externos. Los internos los constituyen rubros tales como gastos de nómina, gastos en servicios de información, gastos en tecnología y otros gastos (servicios, publicaciones, etc.). Los externos se dividen en comisiones a los administradores y gastos de custodia. Para 2002 los gastos fueron los que se presentan en el Cuadro A.11.

Estos costos corresponden al 0,08% del valor promedio del portafolio de inversión de las reservas internacionales (incluyendo capital de trabajo). Durante 2002, la tasa bruta de rendimiento de este portafolio fue de 7,87%, por lo que después de gastos, el rendimiento total de esta parte de las reservas fue de 7,79%.

Cuadro A.8			
Utilidades portafolio de inversiones			
Enero 1/2004-Enero 31/2004			
(Dólares)			
	No realizado (a)	Realizado (b)	Efecto neto (a + b)
Interés causado	5.717.010,03	11.867.384,28	17.584.394,31
Precio	(6.000.632,19)	6.615.759,42	615.127,23
Diferencial cambiario	(27.758.790,08)	13.820.718,36	(13.938.071,72)
Total	(28.042.412,24)	32.303.862,06	4.261.449,82

Fuente: Banco de la República.

Cuadro A.9
Cambios en la curva de rendimientos
de los bonos del Tesoro estadounidense
 (Porcentaje)

	31-Dic-03	30-Ene-04	Cambio
2 años	1,82	1,82	0,00
5 años	3,25	3,15	(0,10)

Fuente: Banco de la República.

Cuadro A.10
Cambios en la cotización del euro, el yen y el oro

	31-Dic-03	30-Ene-04	Cambio (%)
Euro / Dólar	1,2587	1,2473	(0,91)
Dólar / Yen	107,3100	105,7600	1,47
Oro	414,8000	402,2000	(3,04)

Fuente: Banco de la República.

Cuadro A.11
Distribución gastos, 2002
 (Dólares)

Gastos internos	2.162.976,83
Gastos de personal	1.249.938,24
Sistemas de información	291.827,84
Tecnología	545.592,92
Gastos generales	75.617,82
Gastos externos	5.243.103,13
Custodia	673.073,87
Comisiones	4.570.029,26
Total	7.406.079,95

Fuente: Banco de la República.

¿Qué controles tienen las inversiones de las reservas?

El Banco posee una infraestructura extensiva en el control de las inversiones de las reservas donde existen tres áreas encargadas, cada una por separado, de conciliar cuentas

corrientes, activos y parámetros de inversión. Además, existe un Departamento de Control Interno cuya función es verificar que existen los procedimientos necesarios para cumplir con las labores referentes a la actividad de inversión y que estos se cumplan, minimizando así el riesgo operativo.

Por otro lado, el Banco de la República es auditado por dos fuentes diferentes, por un lado está una auditoría designada por el presidente de la República, y por otro, es auditado por la firma Deloitte & Touche. Los comentarios a los estados financieros del Banco hechos por los auditores se encuentran en los siguientes vínculos de internet:

Auditoría General:

http://www.banrep.gov.co/banco/dictamen/dic_2002_2001.pdf

Auditoría externa:

<http://www.banrep.gov.co/banco/auditoresexternos/feb2003.pdf>

¿Por qué no se incluye *yankees* emitidos por Colombia dentro de las inversiones que se hacen?

Dentro de la definición de activos de reserva publicados por el FMI se menciona que las obligaciones de residentes no constituyen activos de reservas.

¿Para qué se tiene manejo interno?

La necesidad de disponer de efectivo inmediatamente en el momento de una intervención hace indispensable la administración de cierta porción de las reservas internamente.

¿Por qué se usan administradores externos?

Los administradores externos se usan para generar valor agregado al portafolio de inversiones de las reservas mediante el uso de estrategias y activos que, si bien son apropiados para un activo de reserva, el Banco no tiene la capacidad interna para tomar provecho de estos, mientras que estas firmas sí poseen la infraestructura y la experiencia en el manejo de este tipo de inversiones, así como acceso a la información relacionada con factores específicos de estos mercados.

¿Cuáles son estos administradores externos?

Desde 1994, el Banco de la República ha venido trabajando el programa de administración externa. Desde ese año ha contado con los servicios de J. P. Morgan Fleming Asset

Management (inicialmente J. P. Morgan Investment Management) y Barclays Global Investors (inicialmente Barclays de Zoete Wedd). En 1999, el programa se amplió a un tercer administrador, Goldman Sachs Asset Management, y desde finales del año pasado se contrató a un cuarto administrador, Morgan Stanley Investment Management. Todas estas firmas son líderes en la administración de portafolios a nivel mundial.

¿Hay una licitación pública para la selección de los administradores externos?

La organización, estructura, funciones y atribuciones, y los contratos en que sea parte el Banco de la República, se encuentran sujetos a un régimen legal propio establecido en la Constitución Política (artículos 371 a 373), la Ley 31 de 1992 y el Decreto 2520 de 1993.

Conforme a este régimen, el Banco de la República no se encuentra sujeto a los procedimientos de contratación establecidos en la Ley 80 de 1993. En efecto, al respecto el artículo 3 del Decreto 2520 de 1993 establece: "Por su naturaleza propia y especial, su autonomía administrativa, patrimonial y técnica, y por expreso mandato constitucional que determina la existencia de un régimen legal propio al Banco de la República no le será aplicable el régimen de las entidades descentralizadas, determinado principalmente por los decretos 1050, 2400, 3074, 3130 y 3135 de 1968, 128 y 130 de 1976 y la Ley 80 de 1993, o por aquellas normas que los modifiquen, adicionen o sustituyan, salvo las excepciones previstas en la Ley 31 de 1992".

En concordancia con lo anterior, y de conformidad con lo dispuesto en los artículos 52 de la Ley 31 de 1992 y 68 del Decreto 2520 de 1993, en materia de contratación el Banco de la República se somete al derecho privado, razón por la cual no se encuentra obligado a adelantar procedimiento alguno de licitación pública para la selección de sus contratistas.

No obstante lo anterior, y en aras de procurar la transparencia y objetividad en la selección de las entidades con las que se celebran contratos relacionados con la administración de las reservas internacionales, el Banco adelanta rigurosos procesos de selección.

¿Cuáles son los criterios de selección de los mismos?

La preselección de los potenciales administradores se efectúa dentro de las firmas líderes en el mercado y se ha basado en determinados criterios generales como su alta calificación crediticia, experiencia en el servicio de administración de fondos, su exposición crediticia frente a Colombia, su afiliación a *broker/dealers* o comisionistas de bolsa en los Estados Unidos y su calidad de subsidiarias de *Primary Dealers* o creadores de mercado ante la Reserva Federal de Nueva York.

A las firmas líderes preseleccionadas se les hace una invitación a responder un pliego de condiciones. Con las respuestas a dicho pliego se evalúan factores como la estructura de la empresa (activos, clientes, experiencia en relación con bancos centrales, situación legal), su organización (estructura organizacional, recurso humano, procesos internos de tecnología y flujos de información), proceso de inversión (filosofía de inversión, proceso de toma de decisiones, alternativas de inversión empleadas), la producción de reportes y los métodos de conciliación, los ofrecimientos de servicios adicionales en entrenamiento y transferencia de tecnología y el análisis de rendimientos en portafolios comparables a los de las reservas. A cada uno de estos factores se les asigna una calificación de acuerdo con criterios previamente establecidos.

Una vez efectuada la calificación correspondiente a los factores anteriores, se determinan las firmas candidatas que se seleccionarán con base en la calificación total obtenida por cada una de las preseleccionadas. Las firmas candidatas en esta etapa son objeto de visitas en las que se confirma la información suministrada en el pliego de condiciones.

Adicionalmente, se procede a la evaluación de las propuestas económicas a las que igualmente se asigna una calificación de acuerdo con criterios previamente establecidos. La calificación final de cada entidad candidata, que es la que determina el escogimiento del administrador externo, corresponde a una ponderación de la calificación total de los factores evaluados con el pliego de condiciones y las visitas, y de la calificación asignada a las propuestas económicas.

De acuerdo con encuestas publicadas recientemente, las firmas que actualmente prestan sus servicios al Banco se encuentran dentro de las líderes en el mercado (Cuadro A.12).

¿Cómo saben que son buenos los administradores externos?

Un buen administrador es aquel que consistentemente genera retornos en exceso frente a un portafolio de referencia, con un uso adecuado del riesgo. Existe un indicador llamado la razón de información que sirve como medidor de la eficiencia de un administrador y consiste en examinar las unidades de exceso de retorno generado por cada unidad de riesgo asumido. Una razón de información de uno implica un excelente manejo, mientras que un 0,5 es aceptable. En el Cuadro A.13 se presentan las razones de información de los actuales administradores de las reservas en los últimos tres años.

¿Cuál es la comisión que obtienen estas corporaciones como resultado del manejo de los recursos de las reservas internacionales del país?

La comisión que se le cancela al administrador por concepto de prestación de sus servicios se maneja bajo el esquema de "tarifa por desempeño". Bajo este esquema, el

Cuadro A.12

Firmas administradoras que prestan servicios al Banco

Institutional Investor	Nelson Financial
Pacific Investment Management Co. (Pimco)	Pacific Investment Management Co. (Pimco)
Fidelity Investments	TCW Group
Goldman Sachs Asset Management	Western Asset Management
Morgan Stanley Investment Management	Payden & Rygel
Western Asset Management	Boston Co. Asset Management, LLC
J.P. Morgan Fleming Asset Management	Federated Investors Inc.
INVESCO Global Asset Management	Goldman Sachs Asset Management
Fidelity Investments	Morgan Stanley Investment Management
BlackRock Financial Management	Fleet Investment Advisors
Barclays Global Investors	MPI Investment Management

Fuente: Banco de la República.

Cuadro A.13

Firmas administradores de las reservas internacionales, Dic/99-Dic/03

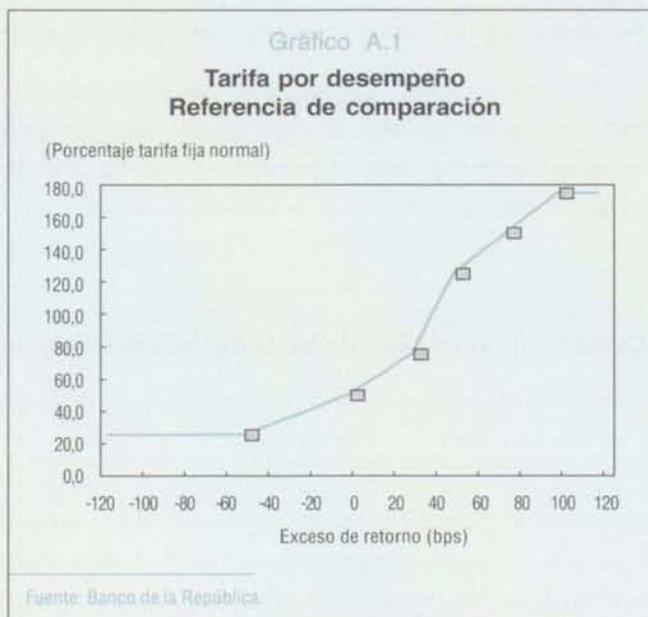
(Porcentaje)

Portafolio	Exceso de retorno (anualizado)	Volatilidad	Razón de información
J.P. Morgan Fleming Asset Management	0,40	0,54	0,73
Barclays Global Investors	0,63	0,37	1,69
Goldman Sachs Asset Management	0,44	0,40	1,11
Morgan Stanley Investment Management (*)	n.a.	n.a.	n.a.

n.a. No aplica.
 (*) Debido a que Morgan Stanley Investment Management lleva menos de tres años como administrador del Banco, no hay información estadísticamente significativa para poder calcular la razón de información.
 Fuente: Banco de la República.

administrador es compensado por el exceso de retorno generado frente a su índice de referencia. La tarifa por desempeño tiene dos componentes: una tarifa básica, la cual se cancela independiente del exceso de retorno y una porción por desempeño, la cual depende del exceso de retorno generado sobre el índice de referencia. En el gráfico A.1 se presenta el esquema de referencia usado por el Banco para establecer las tarifas por desempeño.

El gráfico A.1 muestra que para excesos de retorno inferiores a -50 puntos básicos⁶ al año frente al índice, la tarifa por desempeño será igual a un valor fijo, que corresponde a la porción básica de la tarifa. Para excesos de retorno intermedios hay una escala que depende tanto del exceso de retorno generado como del exceso de retorno esperado para el administrador. Para excesos de re-



torno después de un cierto nivel, la tarifa por desempeño se estabiliza, desestimulando de esta forma, la toma excesiva de riesgo por parte del administrador. Cabe aclarar que esta limitación está combinada con un límite objetivo máximo de riesgo sobre el índice que puede tomar el administrador.

¿Por qué no se usan los administradores colombianos?

En Colombia no hay firmas especializadas en el manejo de portafolios compuestos por activos de renta fija internacional, mientras que las firmas contratadas llevan siglos (literalmente) en los negocios de inversión.

¿Por qué no se delega todo a administradores externos?

Dentro de la política de liquidez de las reservas se definen tramos que establecen estadísticamente las necesidades de uso de éstas en diferentes períodos de tiempo y bajo condiciones extremas. A los administradores externos se les ha asignado la porción que no se espera utilizar en un período de un año. Al contar con un plazo esperado de uso más largo, las inversiones permitidas incluyen títulos con liquidez inferior a la de los bonos de gobierno norteamericano, pero a una rentabilidad superior.

⁶ 100 puntos básicos equivalen a uno por ciento (1,0%).

¿Por qué no se tienen inversiones más rentables en las reservas?

La rentabilidad es una compensación al riesgo asumido, por lo tanto son dos medidas directamente proporcionales, es decir, para obtener una mayor rentabilidad, es necesario exponerse a un mayor riesgo. Las inversiones actualmente elegibles son las que cumplen con las características mínimas de seguridad y liquidez aceptables para un portafolio de reservas.

¿Cuáles son las utilidades que el Banco entrega al Gobierno?

Las reservas internacionales se contabilizan a precios de mercado. Los cambios en el valor de las reservas internacionales no afectarán los ingresos o egresos del Banco.

Constituirán ingreso del Banco los rendimientos que devenguen los títulos de tesorería emitidos por el Gobierno para sustituir la deuda pública interna de la Nación con el Banco de la República. Para tal efecto, el servicio de dichos títulos será atendido con recursos del presupuesto nacional y no contarán con la garantía del Banco de la República.

Reservas. Corresponderá a la Junta Directiva crear o incrementar una reserva de estabilización monetaria y cambiaria con las utilidades de cada ejercicio. Esta reserva tendrá por objeto absorber eventuales pérdidas del Banco, antes de recurrir a las apropiaciones pertinentes establecidas en la ley anual del presupuesto.

Utilidades, pérdidas y transferencias a cargo del Gobierno Nacional. El remanente de las utilidades del Banco de la República, una vez apropiadas las reservas en la forma prevista en el literal anterior, será de la Nación. Las pérdidas del ejercicio serán cubiertas por la Nación, siempre y cuando no alcancen a ser cubiertas con la reserva establecida en el literal anterior.

Las utilidades del Banco de la República no podrán distribuirse o trasladarse a la Nación si no se han enjugado totalmente las pérdidas de ejercicios anteriores no cubiertas con cargo a sus reservas.

En todo caso, anualmente se proyectará el resultado neto de la operación del Banco de la República y éste deberá incorporarse en la ley anual del presupuesto. Para este efecto, las utilidades que se proyecte recibir del Banco de la República se incorporarán al presupuesto de rentas; así mismo, se harán las apropiaciones necesarias en caso que se prevea déficit en el Banco de la República y hasta concurrencia del mismo y de las pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores.

El pago de las utilidades o de las pérdidas, según corresponda, deberá efectuarse en efectivo dentro del primer trimestre de cada año⁷.

Reconocimiento internacional al manejo de reservas

Consultorías realizadas por el Banco:

- Nicaragua (en convenio con el BID-1997)
- Cuba (2002)
- El Salvador (en convenio con el Cemla-2003)
- Corporación Andina de Fomento (2004)

Presentaciones

- Cemla (regularmente)
- Banco de Pagos Internacionales (Bank for International Settlements, BIS)
- Flar
- Banco de Inglaterra

Artículos

Central Banking Publications:

De Beaufort, Roberto (2001). "The Changing Nature of Reserve Management Risks", en *Risk Management for Central Bankers*.

<http://www.centralbanking.co.uk/publications/directories/rmcb.htm>

De Beaufort, Roberto; Palomino, Francisco; Benítez, Sandra (2003). "The Case for Investing in Corporate Debt", en *How Countries Manage Reserve Assets*.

<http://www.centralbanking.co.uk/publications/books/hcmra.htm>

El Banco ha sido constantemente considerado como ejemplo en el manejo adecuado de reservas y ha participado activamente en seminarios y programas de capacitación con el FMI y el Banco Mundial. El Banco ha sido pionero en el desarrollo junto al FMI en los estándares de manejo adecuado de reservas y en los estándares de diseminación de información. Este documento de difusión pública se encuentra en inglés en el siguiente vínculo: <http://www.imf.org/external/np/mae/ferm/2003/eng/index.htm>

En 1998 el Banco realizó con éxito un seminario para bancos centrales que contó con la participación de bancos centrales de la zona y fue dictado en cooperación de los principales bancos de inversión, tales como J. P. Morgan, Barclays Bank, Merrill Lynch, Crédit Suisse, ABN Amro y BNP Paribas.

⁷ Ley 31 de 1992.

V. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. Resultados en 2003

Los activos del Banco de la República totalizaron en 2003 \$43.707,7 mm, con un crecimiento anual de \$3.022,2 mm (7,4%) (Cuadro 24). Dicho crecimiento se explica principalmente por: a) la mayor demanda de Repos del sistema financiero, \$1.385,9 mm; b) el incremento de las inversiones en \$829,5 mm al pasar de \$2.371,9 mm en 2002 a \$3.201,4 mm en 2003, originado fundamentalmente por la política de expansión permanente a través de la compra de TES del Banco al final del año; c) el ajuste en el valor de los aportes en organismos internacionales, principalmente el pactado con el FMI, por \$573 mm (estos aportes tienen contrapartida en el pasivo, en la cuenta obligaciones con organismos internacionales, la cual aumentó \$582,6 mm), y d) el aumento de las reservas internacionales, \$133,4 mm, asociado a la acumulación de reservas brutas, US\$77,2 m, y la apreciación del peso frente al dólar, que generó en el patrimonio una reducción del ajuste de cambio por \$48,2 mm.

Los pasivos totalizaron \$20.762,8 mm con un incremento anual de \$3.061,3 mm, al tiempo que el valor del patrimonio fue de \$22.944,9 mm, con una disminución en el año de \$39,1 mm. El mayor nivel de los pasivos obedeció al incremento de la base monetaria en \$2.510,0 mm (17,8%), y al incremento de las obligaciones con organismos internacionales por \$582,6 mm, mencionado anteriormente. En el patrimonio cabe resaltar el aumento de las reservas patrimoniales por \$581,6 mm, recursos destinados a cubrir eventuales pérdidas por la fluctuación de las tasas de cambio de las divisas que componen las reservas internacionales.

Durante 2003, el Banco de la República obtuvo utilidades por \$1.447,4 mm (Cuadro 25), producto de ingresos de \$2.031,8 mm y egresos de \$584,3 mm. Los ingresos generados en el año fueron inferiores en \$795,3 mm (28,1%) a los de 2002 y tuvieron su origen, principalmente, en el rendimiento de las reservas internacionales, \$1.327 mm (US\$464,3 m). Este rendimiento de las reservas fue inferior en \$717,3 mm (35,1%) al del año anterior y su disminución se explica por: i) el bajo nivel de tasas de interés internacionales durante 2003³⁰; ii) la reducción del portafolio en el primer semestre del año para atender la intervención en el mercado cambiario, y iii) la revaluación del peso frente al dólar. Otros ingresos que se destacan son: las valoraciones de TES, \$340,8 mm (24,0%) y el rendimiento de las compras transitorias de títulos, \$105,6 mm. Cabe mencionar la disminución por concepto de la diferencia en cambio, \$237,6 mm, debido a la ya mencionada desvalorización del peso frente al dólar.

³⁰ Durante el año 2003, la tasa de rendimiento de los títulos del Tesoro americano a dos años, que sirve como aproximación al retorno por tasas de interés del portafolio de inversión de las reservas internacionales, fue en promedio de 1,64% frente a 4,48% en el período de 1999 a 2002.

Cuadro 24

Balance del Banco de la República - Resultados de 2002-2003

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre, 2002		Diciembre, 2003	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	40.685,4	100,0	43.707,7	100,0
Reservas internacionales brutas	30.525,0	75,0	30.658,4	70,1
Aportes en organismos internacionales	2.680,5	6,6	3.253,9	7,4
Inversiones	2.371,9	5,8	3.201,4	7,3
Sector público deuda consolidada	162,6	0,4	81,4	0,2
Sector público regulación monetaria	2.154,6	5,3	3.061,0	7,0
Bonos capitalización banca pública y otros	54,7	0,1	59,1	0,1
Cartera de créditos	130,2	0,3	85,1	0,2
Sector público Gobierno Nacional	3,1	0,0	2,8	0,0
Bancos	1,8	0,0	0,1	0,0
Corporaciones financieras	127,6	0,3	5,1	0,0
Resto del sistema financiero			79,2	0,2
Otros créditos	0,9	0,0		
Provisión	(3,2)		(2,0)	(0,0)
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	2.212,0	5,4	3.597,9	8,2
Cuentas por cobrar	110,0	0,3	104,4	0,2
Otros activos netos	2.655,8	6,5	2.806,5	6,4
Pasivo y patrimonio	40.685,4	100,0	43.707,7	100,0
Pasivo	17.701,5	43,5	20.762,8	47,5
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	10,2	0,0	16,2	0,0
Base monetaria	14.104,6	34,7	16.614,6	38,0
Billetes en circulación	12.013,0	29,5	14.398,3	32,9
Moneda de tesorería	349,7	0,9	372,4	0,9
Depósitos para encaje bancos	1.622,3	4,0	1.694,1	3,9
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	119,6	0,3	149,8	0,3
Otros depósitos	179,6	0,4	72,2	0,2
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	39,8	0,1	46,0	0,1
Obligaciones organismos internacionales	2.060,9	5,1	2.643,5	6,0
Pasivos por líneas externas	203,1	0,5	184,1	0,4
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	134,6	0,3	28,5	0,1
Repos de contracción	134,0	0,3	28,0	0,1
Tit. en Div. por financiamientos y Dep. Res. 5/97 J. D.	0,5	0,0	0,4	0,0
Otros	0,1	0,0	0,1	0,0
Cuentas por pagar	37,1	0,1	42,6	0,1
Otros pasivos	931,5	2,3	1.115,1	2,6
Patrimonio total	22.984,0	56,5	22.944,9	52,5
Capital	12,7	0,0	12,7	0,0
Reservas	311,6	0,8	893,2	2,0
Superávit patrimonial	19.593,3	48,2	19.553,4	44,7
Liquidación CEC	453,5	1,1	453,5	1,0
Ajuste cambiario, 1993 en adelante y superávit	19.103,2	47,0	19.054,9	43,6
Otros	36,7	0,1	45,0	0,1
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	995,0	2,4	1.038,2	2,4
Resultados	2.071,3	5,1	1.447,4	3,3
Utilidades y/o pérdidas anteriores				
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	2.071,3	5,1	1.447,4	3,3

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 25

Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 2002-2004

(Miles de millones de pesos)

	Ejecución		Variación anual observada (%)	Proyección 2004	Variación anual estimada (%)
	2002	2003			
I. Ingresos totales	2.827,1	2.031,8	(28,1)	994,8	(51,0)
1. Ingresos operacionales	2.809,4	1.990,7	(29,1)	989,4	(50,3)
Intereses y rendimientos	2.411,9	1.802,9	(25,3)	777,9	(56,9)
Reservas internacionales	2.044,2	1.326,9	(35,1)	277,6	(79,1)
Líneas externas	7,5	4,5	(39,7)	3,3	(27,3)
Valoración de TES «A» a precios de mercado	20,3	7,7	(62,2)		(100,0)
Val. de TES por Oper. de Expan. monetaria	274,8	340,8	24,0	388,4	14,0
TES Ley 546	6,6	8,2	23,9	6,4	
Compra transitoria de títulos y cupos	48,1	105,6	119,5	95,8	(9,3)
Otros	10,5	9,3	(11,7)	6,3	(31,5)
Comisiones	117,7	121,9	3,6	119,2	(2,2)
Servicios bancarios y negocios fiduciarios	97,7	91,0	(6,9)	90,8	(0,2)
Manejo de divisas	13,5	27,4	102,9	28,3	3,5
Otros	6,4	3,5	(45,1)	0,1	(98,4)
Diferencias en cambio	259,9	22,3	(91,4)	39,5	76,9
Moneda emitida y metales preciosos	1,5	21,3	1.284,5	35,2	65,2
Otros	18,4	22,3	21,2	17,6	(21,0)
2. Ingresos no operacionales	17,7	41,1	132,1	5,5	(86,7)
II. Egresos totales	755,8	584,3	(22,7)	659,5	12,9
1. Egresos operacionales					
Intereses y rendimientos	179,1	152,3	(15,0)	167,4	10,0
Cuentas de depósito	123,9	103,9	(16,1)	117,4	12,9
Venta transitoria de títulos	19,3	9,8	(49,4)	12,8	30,6
Líneas externas, títulos canjeables y otros	9,6	9,1	(5,6)	7,9	(13,1)
Gastos en Admón. de reservas internacionales	26,2	29,4		29,4	
Comisiones y honorarios	2,7	3,0	11,9	2,3	(21,4)
Diferencias en cambio	139,3	42,2	(69,7)	63,5	50,7
Organismos internacionales	26,6	18,8	(29,3)	50,7	169,9
Líneas externas	52,8	20,2	(61,7)	3,5	(82,5)
Otros	60,0	3,2	(94,7)	9,3	193,6
Costos de emisión de especies monetarias	58,0	89,6	54,4	90,1	0,6
Gastos de personal	161,2	156,9	(2,7)	168,0	7,0
Pensiones de jubilación	91,0	28,2	(69,0)	39,6	40,3
Gastos generales	45,5	44,2	(2,8)	47,2	6,9
Impuestos	3,2	5,0	54,5	5,2	3,4
Seguros	7,9	10,5	33,6	13,4	26,8
Contribuciones	3,3	2,9	(12,6)	3,7	26,1
Gastos culturales	6,3	6,6	5,5	7,9	18,5
Provisiones, depreciaciones y amortizaciones	40,0	28,1	(29,9)	37,7	34,4
2. Egresos no operacionales	18,2	14,9	(18,4)	13,5	(9,1)
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	2.071,3	1.447,4	(30,1)	335,4	(76,8)

Fuente: Banco de la República.

El Banco de la República continuó con su programa de racionalización del gasto, obteniendo resultados superiores a las metas iniciales. Se propuso una reducción de los gastos, especialmente los generales, de tal manera que el nivel de crecimiento no supera la meta de inflación fijada, 5,5%. Como resultado del proyecto en 2003, se obtuvo un decrecimiento del 2,8% en términos nominales en los gastos generales frente a lo ejecutado en 2002. También es importante mencionar la disminución en los gastos de personal del 2,7% frente a igual período de la vigencia anterior.

Por otra parte, dentro de los egresos se destaca la reducción por \$68,4 mm en la suma de los gastos laborales, de pensiones y gastos generales, que en el año ascendieron a \$229,3 mm. Otros egresos importantes son: la remuneración de las cuentas de depósito³¹, \$103,9 mm, el costo de emisión de especies monetarias, \$89,6 mm, y la diferencia en cambio³², \$42,2 mm, esta última des-
cendiendo \$96,8 mm con respecto a 2002.

B. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, la JDBR dispuso distribuir en el presente año recursos por \$1.546,8 mm, originados en las utilidades obtenidas en el ejercicio, \$1.447,4 mm, en la utilización de parte de las reservas acumuladas para protección de activos, \$37,1 mm, y de la reserva por resultados cambiarios, \$62,3 mm. Estos recursos se asignaron de la siguiente manera: i) \$730,3 mm, para aumentar la reserva destinada a la fluctuación de monedas, en cumplimiento de las normas reglamentarias del Banco; ii) \$13,6 mm, para inversión neta en bienes orientados a la actividad cultural, y iii) \$802,8 mm, para el Gobierno Nacional (Cuadro 26).

De esta forma, el saldo de las reservas patrimoniales es el siguiente a partir de febrero de 2004: i) reserva para fluctuación de monedas, \$1.418,7 mm, y ii) reserva para protección de activos, \$105,4 mm. La JDBR tomó la decisión de no mantener reservas de resultados cambiarios, dado que en la actualidad las operaciones de compra y venta de dólares del Banco de la República se efectúan a la TRM del día, sin posibilidad de generar utilidades o pérdidas por este concepto. Igualmente, la reserva de estabilización monetaria y cambiaria quedó sin saldo, debido a que no se proyectan pérdidas en el Estado de Resultados de los próximos dos años.

³¹ Hace referencia a la remuneración al encaje y a los depósitos remunerados de la Tesorería General de la Nación en el Banco de la República.

³² Se refiere a la valoración de pasivos denominados en M/E que no afectan las reservas internacionales.

Cuadro 26
Distribución de utilidades y utilización
de reservas del Banco de la República
(Miles de millones de pesos)

Recursos por distribuir	1.546,8
Utilidades 2003	1.447,4
Utilización reserva	99,4
Por resultados cambiarios	62,3
Para protección de activos	37,1
Asignación	1.546,8
Gobierno Nacional	802,8
Reserva para fluctuación de moneda	730,3
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	13,6

Fuente: Banco de la República.

C. Proyección de ingresos y gastos para el año 2004

Para el presente año se estiman ingresos totales de \$994,8 mm y egresos de \$659,5 mm, por lo cual se proyectan utilidades de \$335,4 mm. Las principales fuentes de ingresos serían la valorización del portafolio de TES adquirido por el Banco de la República, \$388,4 mm, los intereses y rendimientos de las reservas internacionales, \$277,6 mm, y las comisiones recibidas, \$119,2 mm (Cuadro 25).

La disminución de los rendimientos de las reservas internacionales, frente al año anterior, se explica por:

1. En 2003 se registraron ingresos extraordinarios por concepto de la revaluación del euro y del yen, y por el mayor precio del oro en los mercados internacionales, situación que se ha revertido parcialmente en lo transcurrido del presente año³³. La proyección para 2004, que supone un rendimiento de reservas, US\$102,9 m, contempla las tasas de cambio observadas a mediados de marzo, que reflejan desvalorizaciones del portafolio de reservas por US\$47 m³⁴.
2. La baja en las tasas de interés internacionales en 2003 generó una significativa valorización del portafolio de reservas en dicho año. La proyección

³³ Al 15 de marzo de 2004, las cotizaciones del euro y el yen eran de: 1,2265 dólares por euro y 110,31 yenes por dólar. Al cierre de diciembre de 2003, dichas cotizaciones fueron de 1,2587 y 107,31, respectivamente.

³⁴ El cálculo del rendimiento de las reservas internacionales se realizó con información observada hasta marzo 15 de 2004.

para 2004 toma en cuenta lo realizado entre enero y marzo 15 por tasas de interés, más las tasas de interés implícitas en las negociaciones a futuro en los mercados interbancarios en los Estados Unidos, que muestran tendencia al alza.

Con base en lo anterior, se estima un rendimiento del portafolio de reservas por tasas de interés, para todo 2004, de 1,19%, y por diferencial cambiario de menos 0,4%, para un rendimiento total del portafolio de reservas de 0,78%.

La proyección de egresos asciende a \$659,5 mm, superior en \$75,2 mm (12,9%), con respecto a 2003. Entre ellos, los principales son: i) los gastos de personal, \$168 mm, que presentan un incremento de \$11,0 mm (7,0%); ii) la remuneración de las cuentas de depósito, \$117,4 mm³⁵; iii) el costo de emisión de especies monetarias, \$90,1 mm; iv) los gastos de pensiones de jubilación, \$39,6 mm, que crecen \$11,4 mm con respecto al año anterior, debido a las mayores provisiones actuariales derivadas del nuevo régimen de pensiones, Ley 197 de 2003, y v) los gastos generales, \$47,2 mm.

Finalmente, en relación con la proyección del estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República para 2004, por \$335,4 mm, se deben hacer las siguientes aclaraciones:

1. No considera los posibles efectos de la disposición del Banco de la República de acumular hasta US\$700 m de reservas internacionales entre abril y julio, y de esterilizar con ventas de TES, hasta el 50% de las compras de divisas que se realicen. De efectuarse dicha operación, las utilidades podrían ser inferiores al monto estimado.
2. Como se señaló anteriormente, en lo corrido del año el rendimiento de las reservas internacionales se ha visto afectado negativamente por la devaluación del euro y del yen frente al dólar. Si dichas monedas se mantienen en los niveles observados, o si se deprecian más, podría utilizarse la reserva por diferencial cambiario para que no se afecte la distribución de utilidades al Gobierno, por este factor.

³⁵ Véase nota 31 de pie de página.