

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I. INTRODUCCIÓN

El Informe que se presenta al Honorable Congreso de la República analiza el comportamiento de la economía colombiana y la política macroeconómica adelantada en el año 2002. La economía colombiana se desarrolló en un entorno internacional particularmente desfavorable, caracterizado por la coincidencia de dos choques negativos: la caída de la demanda externa y el menor acceso a los mercados internacionales de crédito. Estas mismas condiciones afectaron a otros países de América Latina, cuyo producto global solamente creció 0,5% en 2002.

La tasa de crecimiento de la economía colombiana fue de 1,50%, al incluir los cultivos ilícitos. Al excluir dichos cultivos fue de 1,90%, superior a la del año 2001 de 1,57%. El desempleo continuó alto, aunque en las 13 grandes ciudades mostró tendencia a bajar y la ocupación aumentó. El ritmo de inflación anual descendió en los primeros cinco meses de 2002 pero repuntó a partir del mes de septiembre. Al final del año fue de 6,99%, superior a la meta de 6,0% establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para ese año, e inferior a la inflación de 2001, que fue de 7,7%. Este desfase se debió fundamentalmente al incremento de los precios de los alimentos por problemas de oferta. La inflación básica terminó en diciembre en 5,6% anual, por debajo de la meta. El alto ritmo de devaluación del peso durante el segundo semestre de 2002 implicó, no obstante, que la inflación básica registrara una tendencia al alza a partir de octubre.

El capítulo II del Informe analiza la política macroeconómica adelantada en 2002. La política monetaria continuó orientada a la búsqueda del mayor crecimiento económico y al logro de la meta de inflación. En el primer semestre, el buen comportamiento de los precios y la estabilidad cambiaria hicieron posible la reducción de las tasas de interés de intervención del Banco de la República.

El cambio adverso en las condiciones de financiamiento externo y la aceleración de la devaluación en el segundo semestre, exigieron la adopción de

medidas complementarias de política por parte de la Junta del Banco sin que ello implicara un cambio en la postura de la política monetaria. A tiempo que se mantenían inalteradas las tasas de intervención, se efectuaron subastas de opciones para venta de reservas por US\$540 millones (m) con el fin de controlar la volatilidad de la tasa de cambio, de las cuales efectivamente se ejercieron US\$414 m. A mediados de agosto, el entorno externo se deterioró aún más y fue notoria la incertidumbre sobre las perspectivas fiscales en el corto y en el mediano plazo. Estos factores dieron lugar al incremento de la prima de riesgo país y de las tasas de interés de los títulos de deuda pública, TES. En estas circunstancias, la JDBR optó por anticipar sus compras permanentes de TES en el mercado secundario y autorizó a los comisionistas de bolsa y las sociedades fiduciarias para realizar operaciones de expansión transitoria con el Banco de la República. Estas disposiciones, adoptadas en un momento en el cual se concretaba la estrategia fiscal y de financiamiento del nuevo Gobierno, contribuyeron a devolver la tranquilidad al mercado de la deuda pública.

En vista del repunte de la inflación básica como resultado de las mayores presiones de costos originadas en la aceleración de la devaluación, en enero de 2003 fue necesario introducir un cambio en la postura de la política monetaria. Fue así como la JDBR incrementó las tasas de intervención del Banco en un punto porcentual. Estas mismas razones condujeron, en el pasado mes de febrero, al anuncio del Banco de realizar subastas de opciones para la venta de reservas internacionales hasta por US\$1.000 m. Con estas medidas se espera contribuir a estabilizar el mercado cambiario y mitigar posibles presiones inflacionarias, a nivel de costos y de expectativas, que pudieran comprometer las metas de inflación. A pesar del incremento de las tasas de interés de intervención del Banco, estas se mantienen en uno de los niveles históricamente más bajos, en términos reales y son, además, las menores entre los países más grandes de América Latina.

El bajo nivel de las tasas de interés permitió que los hogares y las empresas continuaran el saneamiento de sus balances financieros y comenzaran a demandar crédito en mayores proporciones que en años anteriores, por lo cual la cartera del sistema bancario se expandió en 2002 a una tasa cercana al 11%. Esto se logró a tiempo que se advertía una importante recuperación del sector financiero, que se reflejó en mayores utilidades y en la disminución sensible de los índices de cartera vencida. De esta manera la política monetaria contribuyó a la recuperación del crecimiento de la economía.

Los choques externos se tradujeron también en fluctuaciones de la tasa de cambio a lo largo de 2002. Hasta la primera quincena de mayo la tendencia fue hacia la apreciación del peso, que se venía registrando desde finales de 2001, debido al bajo nivel de las tasas de interés externas y a las expectativas generadas por el prefinanciamiento en el exterior de las necesidades del sector público para el año 2002. A partir de entonces y hasta el mes de octubre, tuvo

lugar una fuerte presión a la devaluación, exacerbada por el efecto "contagio" de América Latina, el menor acceso al crédito internacional y la incertidumbre por la situación fiscal del país. Entre octubre y noviembre el tipo de cambio se revaluó, cuando los mercados financieros se calmaron y el Gobierno Nacional anunció su programa de ajuste fiscal. En el último mes de 2002 se registró de nuevo una tendencia a la devaluación del peso, esta vez como consecuencia de la crisis política y económica de Venezuela. El 31 de diciembre la tasa de cambio nominal fue superior en 25,01% a la de finales del año 2001. El índice de la tasa de cambio real se situó a fin de año en 131,5, su nivel histórico más alto.

Desde sus inicios la Administración del Presidente Uribe Vélez emprendió un conjunto de acciones para enfrentar el problema fiscal de la Nación. Mediante la declaratoria del estado de "conmoción interior" previsto en la Constitución Nacional se decretó el pago, por una sola vez, de un gravamen, destinado a financiar la ejecución de la estrategia de seguridad nacional equivalente al 1,2% del patrimonio líquido de sociedades y personas naturales, en caso de que este fuera superior a \$170 m el 31 de diciembre de 2001. Ambos, la declaratoria del estado de conmoción interior y el establecimiento del nuevo gravamen, fueron declarados exequibles por la Corte Constitucional. El recaudo del impuesto se destinó a financiar gasto militar presupuestado para el año 2002 y el incremento del gasto militar y de policía para el año 2003. Los ingresos efectivos por este concepto se elevarán a \$2,4 billones (b) cuando concluya su recaudo en el mes de abril del presente año, monto superior al 1% del producto interno bruto (PIB).

En septiembre de 2002 el Gobierno presentó a consideración del Congreso Nacional un proyecto de reforma tributaria con el fin de aumentar el recaudo de impuestos que incorporó modificaciones del impuesto al valor agregado (IVA), tanto a partir de 2003 como de 2005, la imposición de una sobretasa sobre el impuesto de renta correspondiente al año 2003, y algunos otros cambios en la legislación tributaria. Este proyecto de ley fue aprobado por el Congreso en el mes de diciembre y permitirá incrementar los tributos en cerca de 1% del PIB en 2003, 1,7% del PIB en 2005 y alrededor de 2,0% del PIB a partir de 2006.

La ley que convoca a un referendo, aprobada también por el Congreso Nacional, contempla varias disposiciones tendientes a reducir el gasto de la Nación. De ser aprobado el referendo por la mayoría de los votantes requerida, se eliminarían los regímenes excepcionales de pensiones, se congelarían los salarios y las pensiones de los servidores públicos y los gastos de funcionamiento de las entidades estatales. Los estimativos del Ministerio de Hacienda señalan que el ahorro fiscal por los diferentes conceptos se elevaría a 0,7% del PIB en 2003 y a 0,6% del PIB en 2004.

Adicionalmente, en la legislatura ordinaria de 2002 se aprobó la reforma pensional, que elevó gradualmente las cotizaciones para pensiones a partir de 2004 y hasta el año 2008. Se calcula que el impacto fiscal positivo de la reforma será de 0,32% del PIB en 2004 y subirá hasta 2,79% del PIB en el año 2010. Por último, el Congreso aprobó una reforma laboral, que busca facilitar la creación de empleos y flexibilizar los contratos de trabajo y de despido de trabajadores, y otorgó facultades especiales al Presidente de la República para modificar la estructura organizacional de la administración del Gobierno Central, cuya utilización por parte del Ejecutivo generaría ahorros fiscales del orden de 0,4% por año de manera permanente.

En 2002 se registró un déficit del sector público consolidado de 3,6% del PIB, superior en 0,4% del PIB al observado en el mismo período del año anterior, que fue 3,2% del PIB y 1,0 punto porcentual por encima de lo programado por el Gobierno a comienzos del año. Cerca de 0,8% del PIB del desfase se explicó por menores recaudos tributarios con respecto a los previstos, atribuibles, en parte, al mal comportamiento de la actividad económica en los primeros trimestres.

A comienzos de 2003 se firmó un Acuerdo de Derecho de Giro con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que le permitirá al Banco de la República tener acceso a recursos de este organismo por un monto de US\$2.100 m para enfrentar desequilibrios de la balanza de pagos y facilitará que otras entidades multilaterales continúen apoyando al país con el suministro de recursos de crédito. La firma del acuerdo envía, además, una señal a los inversionistas privados sobre el compromiso de las autoridades colombianas con un manejo prudente de las finanzas públicas y de la calidad de la política macroeconómica general. El Gobierno Nacional cumplió en el primer trimestre de 2003 con los requerimientos de financiamiento externo para el año.

En el capítulo III del Informe, se analiza el desempeño de las principales variables macroeconómicas en 2002 y las perspectivas para el presente año. El fenómeno de bajo crecimiento de la economía se asocia con factores externos e internos. Entre los primeros, son de destacar el limitado acceso a los mercados financieros internacionales durante algunos meses del año y la caída de la demanda externa. El impacto negativo de estos factores fue amplificado por otros de carácter interno tales como el lento crecimiento del crédito, el persistente desempleo, y la violencia desatada por los grupos al margen de la ley. Los niveles de ahorro e inversión de la economía son muy bajos, lo cual impide la aceleración del crecimiento económico en Colombia. De acuerdo con las proyecciones del Gobierno para 2003 la economía crecerá un 2,0%. De otra parte, se estima que el déficit en cuenta corriente será de 2,1% del PIB, es decir, similar al del año anterior. Con respecto a la evolución de la inflación, la JDBR ha venido adoptando las acciones requeridas para que su

trayectoria sea compatible con el cumplimiento de las metas establecidas en rangos de entre 5% y 6% para 2003 y 3,5% y 5,5% para 2004.

Atendiendo la solicitud formulada por algunos miembros del Honorable Congreso de la República, en este Informe se analiza con profundidad y detenimiento la estrategia del Banco y de su Junta Directiva para la administración de las reservas internacionales del país. En el capítulo IV se aborda esta discusión y se pone de presente la importancia de las reservas en la conducción ordenada de la economía, así como su función de amortiguar choques externos sobre la economía colombiana. En este contexto, se exponen los criterios y las reglas que ha establecido en los últimos años la JDBR para el manejo de las reservas y se concluye que sus actuales niveles son adecuados y suficientes para enfrentar futuras eventualidades en el sector externo.

El Informe finaliza con la presentación de la situación financiera del Banco de la República. Debido al mayor rendimiento de las reservas internacionales del país y al proceso de reducción de gastos operativos de la entidad -concentrado en gastos de personal y gastos generales- el Banco de la República registró en 2002 utilidades por valor de \$2.071,3 miles de millones (mm), cifra superior a la proyectada en el Informe presentado por el Banco al Congreso en julio de 2002, que fue de \$667 mm. Este resultado permitió el traslado de una suma de utilidades al Gobierno Nacional de \$1.481,4 mm en febrero del presente año, de la cual \$651 mm (US\$220 m) le fueron entregadas directamente en dólares de los Estados Unidos. Este es el traslado más alto que se haya realizado al Gobierno Nacional.

II. POLÍTICA MACROECONÓMICA

A. Política monetaria

La política monetaria en Colombia en años recientes ha tratado de impulsar el mayor crecimiento económico y el logro de la meta de inflación. Esta política se ha basado en una estrategia de inflación objetivo, según la cual la autoridad monetaria modifica su postura ante desviaciones entre la inflación proyectada y las metas establecidas, siempre y cuando dichas desviaciones no provengan de choques transitorios. Entre los choques transitorios, se consideran aquellos como los producidos por factores climáticos y el aumento del impuesto del IVA, que pueden ser acomodados por la política monetaria.

El buen comportamiento de los precios y la relativa estabilidad cambiaria hicieron posible la reducción en las tasas de interés de intervención del Banco de la República, en el primer semestre de 2002. En el segundo semestre, sin embargo, el cambio adverso en las condiciones de financiamiento externo y la

aceleración de la devaluación comenzaron a presionar los precios de los bienes transables y de aquellos con alto componente importado, evidenciando la presencia de transmisión hacia los precios internos, lo cual se reflejó en una tendencia creciente de las diferentes medidas de inflación básica a partir del mes de octubre¹. En este período, al tiempo que se mantenían inalteradas las tasas de intervención, se efectuaron subastas de opciones para venta de reservas por US\$540 m para el control de la volatilidad del tipo de cambio, de las cuales efectivamente se ejercieron US\$414 m.

Hacia mediados de agosto, el entorno externo se deterioró aún más y la mayor incertidumbre sobre las perspectivas de financiamiento público, se tradujo en un incremento importante de la prima de riesgo país y de las tasas de la deuda pública. Ante estos eventos, la Junta Directiva optó por anticipar sus compras permanentes de TES en el mercado secundario y autorizó a los comisionistas de bolsa y sociedades fiduciarias para acceder a las operaciones de expansión transitoria del Banco de la República. Estas disposiciones, conjuntamente con la rápida definición de la estrategia fiscal devolvieron la tranquilidad al mercado de la deuda pública.

Las presiones inflacionarias se intensificaron a comienzos de 2003, por lo cual la JDBR incrementó en enero un punto porcentual las tasas de intervención del Banco. Aún con este aumento, la tasa de interés de intervención y la tasa interbancaria continúan siendo negativas en términos reales. Estas mismas razones condujeron el pasado mes de febrero al anuncio de la realización de subastas de opciones de venta de reservas internacionales hasta por US\$1.000 m por parte del Banco. Estas medidas buscan estabilizar el mercado cambiario y mitigar posibles presiones inflacionarias a nivel de costos y de expectativas, que pudieran comprometer las metas de inflación para 2003 y 2004.

1. Tasas de interés

La postura de la política monetaria se refleja en las tasas de interés de intervención del Banco de la República. Estas son las tasas de interés que el Banco cobra (paga) por las operaciones de expansión (contracción) a corto plazo (Repos a un día). El Banco regula la liquidez a través de dos mecanismos: i) subastas para las cuales el Banco fija los cupos de liquidez 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.

El mecanismo general de suministro de liquidez por parte del Banco de la República permitió que la tasa de interés interbancaria (TIB) fuera muy esta-

¹ Véase *Informe sobre Inflación*, diciembre de 2002.



ble y fluctuara entre la máxima de la subasta de contracción y la mínima de la subasta de expansión (Gráfico 1). En los últimos años se ha observado una disminución del nivel y la volatilidad de esa tasa tanto en términos reales como nominales. De hecho, la TIB real cerró el año con un valor negativo de 1,8% (Gráfico 2)². Lo anterior ha incidido en el comportamiento de las tasas de interés nominal y real de mayores plazos (de captación y de crédito).

Durante el año 2002 la JDBR modificó a la baja la franja de tasas de interés de intervención del Banco de la República en cinco oportunidades (Cuadro 1). La disminución total fue de 325 puntos básicos (pb) para las tasas mínima de las subastas de expansión y máxima de contracción, mientras que las tasas "lombardas" de expansión y contracción se redujeron en 325 pb y 300 pb, respectivamente.

Durante la mayor parte de 2002, las subastas de expansión se realizaron a la tasa mínima de corte y los cupos de Repos a un día fueron

amplios y estuvieron subutilizados a lo largo del año (Cuadro 2). Durante este período, se realizaron operaciones de expansión por ventanilla en montos pequeños y de manera esporádica. Por otra parte, las subastas de contracción fueron utilizadas en montos inferiores a los ofrecidos y se realizaron a las tasas máximas de corte. Adicionalmente, se efectuaron operaciones de contracción por ventanilla en montos mínimos, en su mayoría de recursos procedentes de excedentes de liquidez de la Tesorería General de la Nación (TGN).

² Las tasas reales se calculan como el cociente entre las tasas de interés nominal $(1 + r)$ y la inflación observada $(1 + \pi)$.

Cuadro 1
Tasas de intervención del Banco de la República
 (Porcentajes)

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

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 2
Operaciones de expansión y contracción a un día, 2002 (*)
 (Miles de millones de pesos)

	Por subasta						Por ventanilla		Overnight
	Expansión			Contracción			Expansión	Contracción	
	Cupo	Uso	Uso %	Cupo	Adjudicado	Uso %			
Enero	550,0	280,4	51,0	1.292,9	261,7	20,2	10,8	63,6	15,6
Febrero	890,0	428,6	48,2	1.082,5	261,1	24,1	16,9	31,1	14,2
Marzo	1.045,6	648,3	62,0	544,4	138,6	25,5	30,1	16,7	14,9
Abril	725,0	356,6	49,2	1.154,5	764,7	66,2	14,3	75,1	15,7
Mayo	776,2	370,2	47,7	823,8	545,4	66,2	9,1	39,1	14,1
Junio	800,0	575,8	72,0	725,0	307,2	42,4	15,4	25,9	12,3
Julio	990,9	817,9	82,5	852,3	199,6	23,4	64,1	22,5	8,6
Agosto	1.325,0	1.087,3	82,1	680,0	217,9	32,0	49,0	12,8	17,1
Septiembre	1.040,5	676,3	65,0	902,4	569,0	63,1	11,5	32,4	11,5
Octubre	1.529,5	1.082,5	70,8	620,5	420,0	67,7	17,1	36,0	10,4
Noviembre	1.105,3	490,3	44,4	663,2	480,9	72,5	11,4	104,2	14,6
Diciembre	1.940,5	637,4	32,8	577,5	220,2	38,1	21,6	28,6	17,1

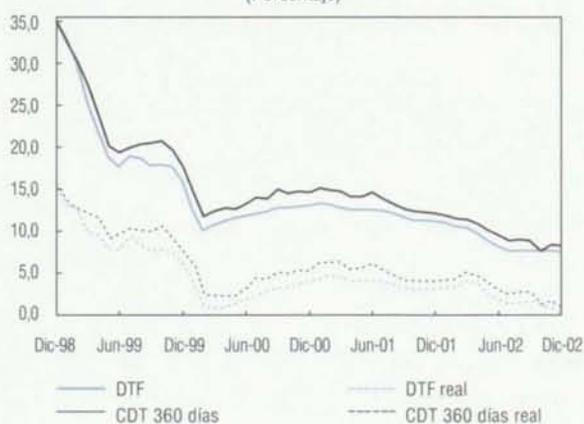
(*) Las cifras corresponden al promedio de las operaciones aprobadas en el mes calendario.

Fuente: Banco de la República.

La tasa de interés nominal DTF cayó 3,7 puntos porcentuales en el año 2002, al situarse su promedio en diciembre de ese año en 7,7%, nivel histórico más bajo desde que se calcula dicho indicador³. En términos reales, la tasa pasiva de captación también se redujo, al pasar de 3,5% en diciembre de 2001 a 0,7% en el mismo mes de 2002. Esta última tendencia se explica más por el descenso de la tasa nominal de captación que por el aumento de la inflación. A su vez, en el año 2002 la tasa de interés de captación de largo plazo (CDT 360

³ Calculada como el promedio ponderado de las tasas de captación de depósitos a término fijo a 90 días.

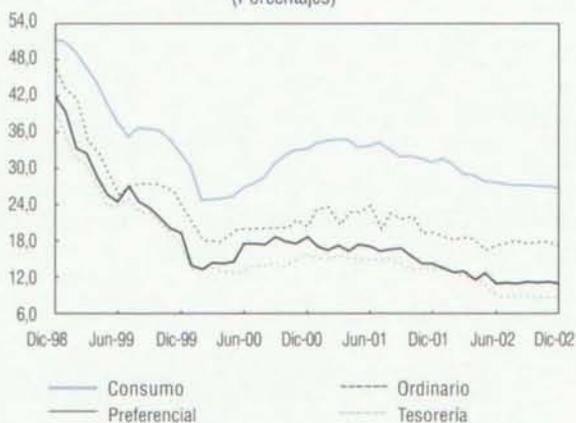
Gráfico 3
Tasas de interés nominales
y reales de captación (*)
 (Porcentaje)



(*) Deflactada con IPC.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4
Tasas nominales de colocación,
según tipo de crédito
 (Porcentajes)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

días), se redujo en 3,9 y 3,0 puntos porcentuales en términos nominales y reales, respectivamente (Gráfico 3).

Las tasas de interés de los créditos, en Colombia, se clasifican en cuatro grupos: consumo, ordinario, preferencial y de tesorería, según los distintos niveles de riesgo que enfrenta el intermediario financiero al momento de otorgar un crédito⁴. A lo largo del año 2002, tanto las tasas activas nominales como las reales, descendieron para los diferentes tipos de crédito. En diciembre de 2002 la tasa de interés nominal de créditos de consumo se situó en promedio en 27,0%, la de crédito ordinario en 17,1%, la preferencial en 10,9% y la de tesorería en 9,0%, registrando en su orden, una caída de 4,3, 2,3, 3,2 y 4,9 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2001 (Gráfico 4). En términos reales, las tasas activas descendieron 2,8 puntos porcentuales en promedio.

Las tasas de interés de los títulos de deuda pública que durante la primera mitad de 2002 se habían reducido sistemáticamente, registraron aumentos significativos

en el segundo semestre del año. Los cambios en el entorno internacional modificaron las perspectivas de financiamiento del sector público que hasta

⁴ Existe otro tipo de crédito, cuya tasa de interés está indexada a la inflación a través de la 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

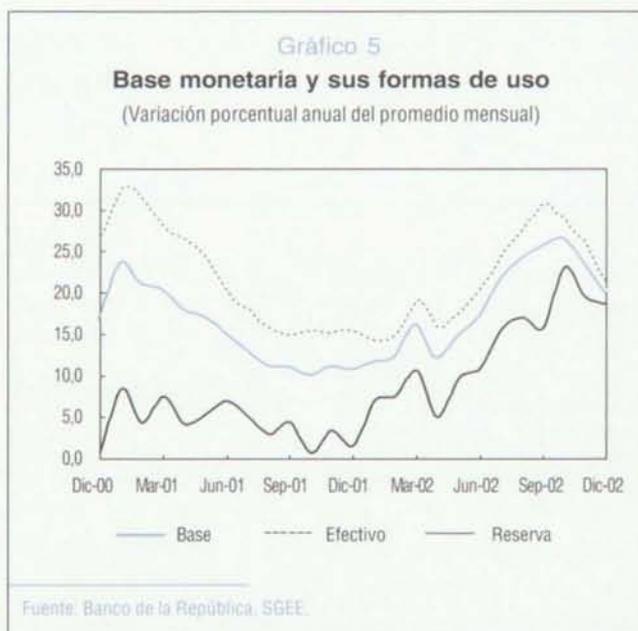
ese momento habían sido favorables⁵. La tasa del título en pesos de la Nación a 10 años (la referencia más líquida del mercado) se redujo aproximadamente 290 pb entre el final del mes de febrero y mitad del mes de junio, alcanzando un valor de 12,59%⁶. A partir de ese momento comenzó a aumentar alcanzando un valor máximo de 17,5% a principios de octubre. Las compras definitivas de TES por parte del Banco de la República, el anuncio de la intención de firmar un acuerdo con el FMI y la aprobación de las reformas en el Congreso restablecieron la confianza de los mercados, lo cual volvió a reducir significativamente las tasas de los títulos de la deuda pública. La tasa del título de 10 años cerró el año en 15,0%.

Teniendo en cuenta los requerimientos de liquidez para fin de año, la JDBR otorgó la liquidez transitoria de los meses de noviembre y diciembre, a través de operaciones Repos de expansión a uno, 30 y 90 días. Los Repos de expansión ofrecidos a un día fueron demandados en promedio en solo 38% del cupo definido en los dos últimos meses (Cuadro 2). En contraste, los Repos de 90 días fueron demandados en su totalidad (\$600 mm) mientras que del cupo de 30 días (\$1.500 mm) solo se utilizó el 33,7%.

2. Agregados monetarios

a. Base monetaria

La reducción gradual de las tasas de interés de corto plazo ha sido coherente con la provisión de liquidez primaria suficiente para atender los aumentos de la demanda de base monetaria. Desde 1999 la base monetaria y el efectivo registran tasas de crecimiento superiores a las del PIB nominal. En el Gráfico 5 se muestra el comportamiento de la variación porcentual anual del promedio mensual de este agregado.



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.

⁵ El ambiente político brasileño y los problemas de la región se manifestaron en el cierre de los mercados internacionales de capital generando un aumento en la prima de riesgo país de la deuda y la depreciación generalizada de las monedas de los países latinoamericanos.

⁶ Título con vencimiento 25 de enero de 2012 y cupón del 15%.

En 2002 la base monetaria registró un crecimiento nominal de 19,2% promedio anual y de 21,1% al finalizar el año, altos si se comparan con los del año anterior. Durante este período, el efectivo presentó un crecimiento promedio anual de 21,7% y la reserva, de 13,5% (Cuadro 3). La demanda de efectivo continuó en ascenso, pese a que no hubo modificaciones en el impuesto a las transacciones financieras. Su evolución pudo estar asociada, entre otros factores, con la disminución en el costo de oportunidad de mantener saldos monetarios debido a la caída de las tasas de interés nominales y de la inflación, en presencia de costos de transacción relativamente altos⁷.

La mayor demanda de reserva en este año respecto de años anteriores estuvo asociada con la redistribución del portafolio de los agentes, que sustituyeron sus tenencias de CDT por cuentas corrientes y de ahorro, con mayores requerimientos de encaje. Durante el año, además, se registró un crecimiento acelerado de los pasivos sujetos a encaje (PSE) del sector público, y uno menor de los PSE privados, por lo cual aumentó la reserva requerida. En efecto los PSE públicos tienen un encaje promedio de 6,8%, mientras que el de los privados, en su conjunto, es de aproximadamente 5,5%. Esto ocurre por el mayor peso que tienen las cuentas corrientes en el portafolio de los agentes privados.

Cuadro 3								
Agregados monetarios								
	Base	Efectivo	Reserva	M1	Cuasidíneros	M2	PSE	M3
Promedio anual (Miles de millones de pesos)								
1999	7.068,2	4.202,9	2.865,3	9.303,1	40.088,2	49.391,3	52.889,2	57.482,8
2000	8.227,7	5.391,1	2.836,6	12.405,3	40.096,5	52.501,8	53.616,5	59.419,6
2001	9.500,6	6.529,9	2.970,7	13.927,7	42.700,0	56.627,6	56.973,8	63.761,4
2002	11.323,1	7.950,0	3.373,0	16.897,6	44.334,2	61.231,8	60.766,1	68.941,6
Crecimiento % nominal anual								
1999-2000	16,4	28,3	(1,0)	33,3	0,0	6,3	1,4	3,4
2000-2001	15,5	21,1	4,7	12,3	6,5	7,9	6,3	7,3
2001-2002	19,2	21,7	13,5	21,3	3,8	8,1	6,7	8,1
Crecimiento % real anual								
1999-2000	7,0	17,9	(9,0)	22,6	(8,0)	(2,3)	(6,8)	(4,9)
2000-2001	7,3	12,5	(2,7)	4,3	(1,1)	0,2	(1,3)	(0,3)
2001-2002	11,4	13,8	6,1	13,4	(3,0)	1,1	(0,3)	1,1

Fuente: Banco de la República.

⁷ En particular, 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.

Cuadro 4
Fuentes de la base monetaria, 1998-2002
 (Flujo anual en miles de millones de pesos)

	1998	1999	2000	2001	2002
Gobierno	644	2.480	832	914	1.667
Traslado utilidades	83	1.244	516	1.453	1.226
Compra neta TES	384	1.092	400	(623)	371
Cuentas de la Tesorería en el Banco de la República	177	143	(84)	84	70
Repos y cupos de liquidez	899	1.730	(691)	(1.215)	1.128
Compra neta de divisas	(2.761)	(1.437)	692	1.445	(517)
Recaudo de cartera 1/			(112)	(225)	(4)
Otros	(148)	44	249 2/	18	182 3/
Total	(1.365)	2.817	971	938	2.457
Saldo base	6.922	9.739	10.710	11.648	14.105

1/ Principalmente de Granahorrar.

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

3/ Incluye compra de divisas a entidades multilaterales por US\$48 m, cuya expansión es de \$123 mm.

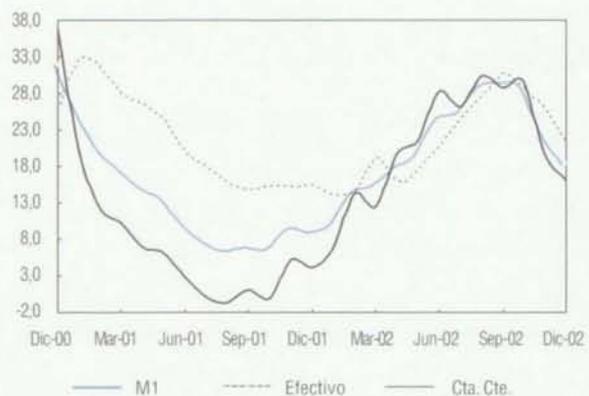
Fuente: Banco de la República.

En 2002, al igual que en años anteriores, la provisión de liquidez por parte del Banco de la República facilitó el financiamiento del Gobierno, al realizarse fundamentalmente con Repos y cupos de liquidez, compras netas de TES en el mercado secundario y distribución de utilidades del Banco al Gobierno (Cuadro 4).

b. Medios de pago (M1)

Durante 2002 se observó una aceleración importante en la tasa de crecimiento de M1, con un quiebre en la tendencia decreciente que venía evidenciando desde finales del año 2000 (Gráfico 6). El crecimiento promedio de los medios de pago durante este período fue de 21,3% anual; en el segundo semestre del año creció 25,7% en promedio anual, mientras que en el primer semestre había sido de 16,8% anual. Este crecimien-

Gráfico 6
M1 y sus componentes
 (Variación porcentual anual del promedio mensual)



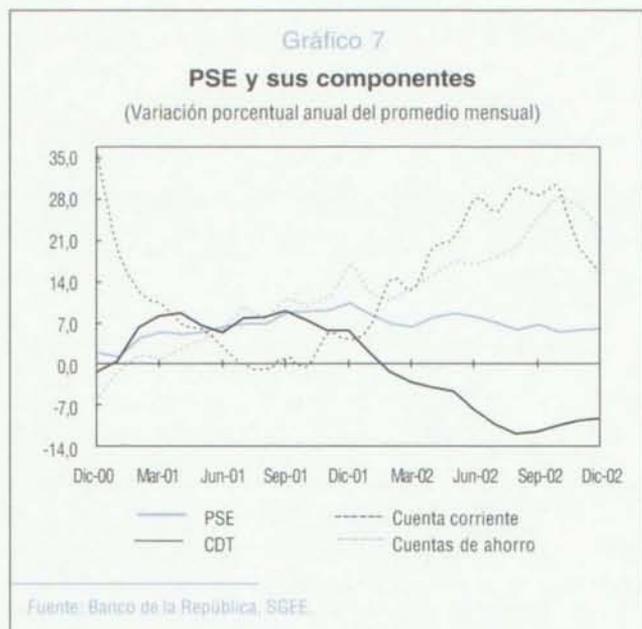
Fuente: Banco de la República, SGEE

to de M1 se explicó por el aumento en la demanda de efectivo, 21,7% en promedio durante el año y de las cuentas corrientes de 20,9% promedio anual. Fue notorio el repunte de estas últimas, tanto públicas como privadas, cuyo crecimiento promedio anual fue muy superior al observado en igual período del año anterior, 30,2% y 16,2%, respectivamente. La aceleración en el ritmo de crecimiento de M1 y, en particular, de las cuentas corrientes privadas, pudo obedecer a la menor inflación y a las bajas tasas de interés nominal, que redujeron los costos de oportunidad de demandar activos líquidos.

c. Agregado monetario ampliado (M3)

Entre 1999 y 2001, el agregado amplio (conocido como M3) registró tasas de crecimiento inferiores a las del PIB nominal. Esta dinámica estuvo asociada a diferentes factores: i) la reducción en el crecimiento del ingreso, y ii) la creciente oferta de títulos de deuda pública. En el Cuadro 5, se aprecia que el crecimiento del agregado M3 + TES fue similar al del PIB real, aunque M3 decreció en términos reales.

El análisis de M3 por componentes señala un continuo descenso en la demanda de depósitos a término fijo, CDT, los cuales en promedio cayeron 6,8% durante el año (Gráfico 7). Por el contrario, las cuentas corrientes y de ahorro mostraron un crecimiento acelerado, con tasas de crecimiento promedio anual de 20,9% y 18,8%, respectivamente. La caída en la demanda de CDT se concentró en el sector privado (Cuadro 6) y estaría relacionada con las bajas tasas de interés nominal y los altos costos de transacción asociados con su manejo. Los CDT constituidos por entidades públicas crecieron en 2,5% en el año, pero en el segundo semestre manifestaron tasas de crecimiento negativas.



El crecimiento en las cuentas de ahorro y cuentas corrientes fue similar en los sectores público y privado, aunque un poco más pronunciado en este último.

B. Mercado cambiario y política cambiaria

1. Tasa de cambio nominal

La tasa representativa del mercado (TRM) registró una depreciación anual de 25% en 2002, al pasar de \$2.291,2 por dólar el 28 de diciembre de 2001 a \$2.864,8 por dólar el 30

Cuadro 5
Portafolio financiero del sector real
(Miles de millones de pesos)

Fin de:	Total			Sector público			Sector privado (*)		
	M3	TES	M3 + TES	M3	TES	Total	M3	TES	Total
Saldos									
1998	57.046	12.040	69.086	7.306	9.745	17.051	49.740	2.295	52.035
1999	60.358	15.491	75.849	5.424	11.126	16.550	54.934	4.365	59.299
2000	62.715	20.299	83.014	6.621	13.994	20.615	56.094	6.306	62.399
2001	68.575	24.744	93.319	9.186	16.463	25.649	59.389	8.281	67.670
2002									
Ene.	66.667	24.412	91.079	9.460	15.789	25.249	57.206	8.623	65.830
Feb.	67.198	25.642	92.840	10.718	15.936	26.653	56.480	9.706	66.186
Mar.	67.883	25.921	93.803	10.574	16.094	26.667	57.309	9.827	67.136
Abr.	68.484	26.316	94.800	11.521	15.801	27.322	56.963	10.514	67.478
May.	68.198	27.820	96.018	11.213	15.329	26.542	56.985	12.492	69.477
Jun.	68.200	28.207	96.407	10.043	15.298	25.341	58.157	12.909	71.066
Jul.	68.194	29.077	97.271	10.578	15.734	26.312	57.616	13.343	70.959
Ago.	68.830	28.493	97.323	10.556	15.955	26.512	58.274	12.538	70.812
Sep.	69.334	28.432	97.766	10.195	16.142	26.337	59.139	12.290	71.429
Oct.	69.360	28.111	97.471	10.391	15.794	26.185	58.968	12.317	71.285
Nov.	71.101	28.132	99.233	11.483	15.997	27.480	59.618	12.136	71.754
Dic.	73.104	28.859	101.962	10.488	16.215	26.703	62.616	12.643	75.259
Variación anual absoluta									
1999	3.312	3.451	6.763	(1.882)	1.381	(501)	5.194	2.071	7.264
2000	2.357	4.808	7.165	1.197	2.868	4.065	1.160	1.940	3.100
2001	5.860	4.445	10.305	2.565	2.469	5.035	3.295	1.975	5.270
2002	4.528	4.115	8.643	1.302	(248)	1.054	3.227	4.363	7.590
Variación % anual fin de:									
1999	5,8	28,7	9,8	(25,8)	14,2	(2,9)	10,4	90,2	14,0
2000	3,9	31,0	9,4	22,1	25,8	24,6	2,1	44,4	5,2
2001	9,3	21,9	12,4	38,7	17,6	24,4	5,9	31,3	8,4
2002	6,6	16,6	9,3	14,2	(1,5)	4,1	5,4	52,7	11,2
Variación % anual promedio de cada año									
2000	2,8	35,8	9,3	(11,7)	32,1	13,8	5,1	48,2	7,8
2001	7,5	17,8	10,1	25,3	11,5	15,6	5,4	36,0	8,0
2002	7,8	20,2	11,0	31,9	0,4	10,9	4,7	64,8	11,4

(*) 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.

de diciembre de 2002 (gráficos 8 y 9). En promedio, la tasa de cambio nominal se devaluó en 9,1%, como resultado de un primer período, entre enero y mayo de 2002, en el cual la tasa de cambio nominal se revaluó -0,12%, y uno segundo, entre junio y diciembre, en el cual el ritmo de devaluación promedio se elevó a 15,5% anual.

Como se describió en el Informe presentado al Congreso en julio de 2002, la evolución de la tasa de cambio hasta abril, fue el resultado de los siguientes

Cuadro 6
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									
Ene.	2.158,5	5.865,2	8.023,7	1.537,3	23.161,0	24.698,3	2.054,8	17.014,5	19.069,4
Feb.	2.374,2	5.894,0	8.268,2	1.694,9	22.886,1	24.581,1	2.103,1	16.830,5	18.933,5
Mar.	2.371,2	5.801,7	8.172,9	1.467,0	22.829,6	24.296,6	2.453,3	16.923,5	19.376,7
Abr.	2.791,9	5.905,2	8.697,1	1.609,4	22.512,9	24.122,3	2.734,5	17.306,4	20.040,9
May.	2.768,1	5.967,2	8.735,3	1.583,0	22.111,5	23.694,6	2.971,8	17.448,4	20.420,2
Jun.	2.899,7	6.470,6	9.370,3	1.513,1	21.366,4	22.879,5	2.725,3	18.186,3	20.911,6
Jul.	2.687,5	6.257,6	8.945,1	1.479,1	21.053,4	22.532,5	2.940,0	18.190,9	21.130,9
Ago.	2.624,5	6.475,3	9.099,8	1.447,7	21.002,2	22.449,9	3.078,7	18.772,4	21.851,1
Sep.	2.555,1	6.389,6	8.944,7	1.576,0	20.850,5	22.426,5	3.231,0	19.046,8	22.277,8
Oct.	2.548,3	6.369,0	8.917,3	1.702,1	20.958,7	22.660,8	3.316,8	19.478,6	22.795,4
Nov.	2.739,9	6.654,6	9.394,5	1.600,0	20.866,2	22.466,2	3.766,8	19.605,4	23.372,1
Dic.	3.393,4	8.217,6	11.611,0	1.466,2	20.638,8	22.105,0	2.814,4	20.064,5	22.878,9
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	45,9	11,3	13,6
2002									
Ene.	5,1	1,9	2,8	47,4	(1,4)	0,7	72,5	3,0	7,6
Feb.	33,9	3,5	10,7	34,7	(3,9)	(1,9)	77,2	4,4	9,4
Mar.	16,2	5,2	8,2	6,2	(4,4)	(3,8)	57,0	8,2	12,6
Abr.	46,9	6,2	16,6	10,7	(5,0)	(4,1)	53,5	10,6	14,9
May.	37,6	10,7	18,0	0,1	(5,3)	(5,0)	54,9	10,7	15,5
Jun.	51,5	15,6	24,7	(11,2)	(9,0)	(9,2)	50,4	12,4	16,2
Jul.	35,7	15,9	21,2	(9,4)	(11,5)	(11,4)	62,9	12,6	17,6
Ago.	44,0	23,2	28,5	(15,1)	(12,1)	(12,3)	67,3	16,0	21,3
Sep.	31,8	19,1	22,5	(9,4)	(11,7)	(11,6)	73,5	18,3	24,0
Oct.	42,4	17,6	23,8	(4,0)	(10,4)	(10,0)	102,7	22,0	29,5
Nov.	16,1	19,8	18,7	(10,7)	(9,3)	(9,4)	80,9	19,9	26,8
Dic.	3,2	15,5	11,6	(9,2)	(9,3)	(9,3)	68,3	15,0	19,6
Variaciones % anuales promedio									
Ene.-Jul. de 2002	32,41	8,44	14,60	11,22	(5,77)	(4,94)	61,21	8,83	13,42
Ago.-Dic. de 2002	27,52	19,02	21,01	(9,67)	(10,58)	(10,52)	78,53	18,23	24,23
Ene.-Dic. de 2002	30,37	12,85	17,27	2,51	(7,78)	(7,26)	68,43	12,74	17,93

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.

factores: i) la participación activa de las casas de cambio en el mercado interbancario, lo que aumentó la oferta de divisas transadas en dicho mercado; ii) las operaciones de cobertura de los fondos de pensiones obligatorias, realizadas para reducir el riesgo cambiario de sus portafolios en moneda extranjera, en cumplimiento de la reglamentación establecida por la Superintendencia

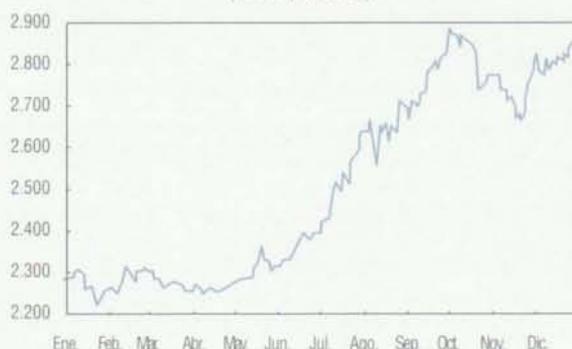
Bancaria⁸; iii) la disminución de la posición propia del sistema financiero ante las expectativas de monetización de divisas por parte de la Dirección del Tesoro Nacional; iv) el notable dinamismo adquirido por los ingresos de remesas de trabajadores colombianos en el exterior, y v) la política de reducción de tasas de interés por parte de las autoridades monetarias en los Estados Unidos.

Desde mediados de mayo la tasa de cambio inició un proceso de devaluación propiciado por la menor oferta de dólares a futuro de los fondos de pensiones y cesantías, que participaron en la operación de conversión de deuda externa por interna realizada en ese mes por parte del Gobierno, así como por la demanda de recursos del sector real para inversiones en el exterior⁹. A partir de julio, se acentuó el nerviosismo de los mercados externos en torno al ambiente político brasileño

y a los problemas de la región, que se manifestó en un limitado acceso a los mercados internacionales de capital y generó un aumento en los márgenes de la deuda y la depreciación generalizada de las monedas de los países latinoamericanos¹⁰.

Gráfico 8
Evolución de la tasa representativa del mercado, 2002

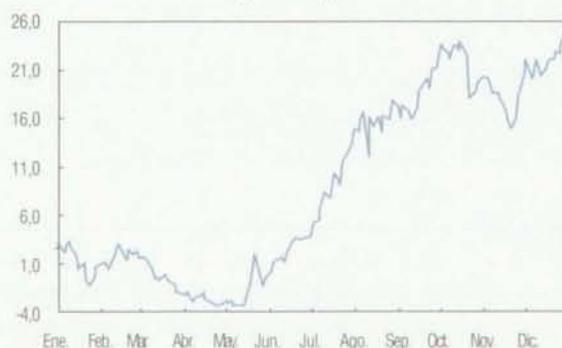
(Pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 9
Devaluación nominal anual, 2002

(Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

⁸ El 15 de junio de 2001, la Superintendencia Bancaria expidió una circular, mediante la cual se limitó al 20% del portafolio de inversión de los fondos de pensiones obligatorias la posición descubierta del valor del fondo.

⁹ La Nación intercambió bonos yankees por US\$428,3 m y bonos en euros por \$174,7 m, con vencimientos en los años 2003, 2004 y 2005 por títulos TES B denominados en pesos, a tasa fija con plazos de cinco y siete años y otros títulos indexados a la inflación a 10 años.

¹⁰ Cabe anotar que a finales de junio, el Gobierno Nacional emitió un bono global por valor de US\$500 m a 10 años, parte del cual se destinó a sustituir deuda externa por US\$300 m con vencimientos en 2003, 2004 y 2005.

A los factores anteriores se sumó un aumento en la demanda de divisas del sector real para inversiones en el exterior que no pudo ser atendida por el sistema financiero debido a la caída en su posición propia. Se inició, entonces, un proceso de devaluación acelerada que llevó al Banco de la República a intervenir en el mercado cambiario en tres oportunidades con subastas de opciones de venta de reservas para el control de la volatilidad del tipo de cambio en julio, en agosto y en la primera semana de octubre (entre finales de mayo y septiembre, la tasa de cambio se depreció 21,8%). Como resultado del ejercicio de las opciones, el Banco vendió divisas por un valor total de US\$414 m en ese período.

Entre octubre y noviembre, la TRM suavizó su tendencia alcista porque se redujo la incertidumbre respecto a la situación política en Brasil, y porque el Gobierno presentó ante el Congreso las reformas estructurales y definió los puntos principales del nuevo acuerdo con el FMI. Adicionalmente, el Gobierno logró el aval de la banca multilateral para la consecución de nuevos créditos externos. Estos desarrollos modificaron las expectativas del mercado y detuvieron la tendencia devaluacionista, al punto que el 21 de octubre se activó la condición para el ejercicio de las opciones de compra de reservas del Banco de la República por US\$50 m.

En la primera semana de diciembre, aprovechando la reapertura de los mercados, el Gobierno realizó una nueva emisión de bonos de deuda externa a 10 años por valor de US\$500 m. Al final del año, la demanda de divisas volvió a incrementarse como consecuencia de la crisis económica y política en Venezuela. La TRM cerró el año en un nivel de \$2.864,8 por dólar.

Pese a las ventas de reservas realizadas por el Banco en el segundo semestre, dado que en el primer semestre se habían comprado US\$200 m y que los rendimientos de las reservas fueron US\$804,9 m, el saldo en reservas al final de 2002 fue superior en cerca de US\$650 m al de 2001¹¹.

2. Tasa de cambio real

El índice de la tasa de cambio real (ITCR), es el indicador de precios relativos que mide los cambios en la competitividad de un país frente a sus principales socios comerciales. Tradicionalmente se han calculado dos índices para Colombia, el ITCR-IPP y el ITCR-IPC, los cuales utilizan, en su orden, los índices de precios del productor (IPP) y al consumidor (IPC) como medidas de los precios internos y externos.

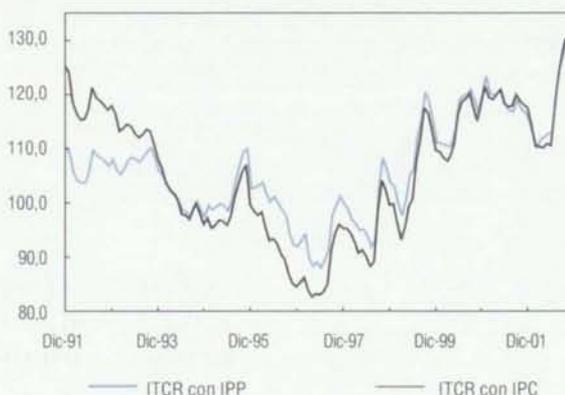
El ITCR-IPP se ubicó en diciembre de 2002 en 131,19, su valor histórico más alto, con una devaluación real anual de 13,8% (Gráfico 10). Este resultado se

¹¹ El resultado de la intervención del Banco durante el año, fue una venta neta de reservas internacionales por valor de US\$163 m. Durante el primer semestre de 2002, dado el comportamiento revaluacionista del tipo de cambio, el Banco acumuló reservas internacionales a través del ejercicio de opciones para la acumulación de reservas internacionales por un valor de US\$202 m, posteriormente, la tendencia

explica porque el peso colombiano se devaluó 22,0% frente al dólar, mientras que sus 20 principales socios comerciales registraron una depreciación nominal de 8,6%¹². La menor devaluación nominal externa se debió a que los fuertes incrementos en el precio del dólar en países como Argentina (253,0%), Venezuela (76,0%), Brasil (53,0%) y México (11,5%) fueron compensados con las revaluaciones de monedas como el euro (-12,5%), la libra (-9,1%) y el yen (-4,3%)¹³. En un menor grado, la devaluación real en Colombia también se debe al menor incremento en los precios nacionales del productor (9,3%), con respecto al promedio externo (10,7%). Por su parte, el ITCR-IPC mostró un comportamiento similar, con una depreciación real anual de 12,8%, situándose en 132,58 a diciembre del año anterior.

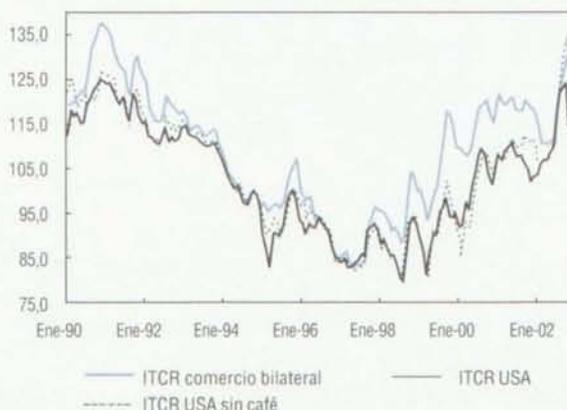
Tal como se aprecia en el Gráfico 11, la tasa de cambio real frente a los países competidores en el mercado de los Estados Unidos también se ha devaluado sensiblemente,

Gráfico 10
Índice de la tasa de cambio real de Colombia
Comercio no tradicional
 (Deflactada con IPC e IPP)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

Gráfico 11
Índice de la tasa de cambio real
frente a los países competidores en Estados Unidos



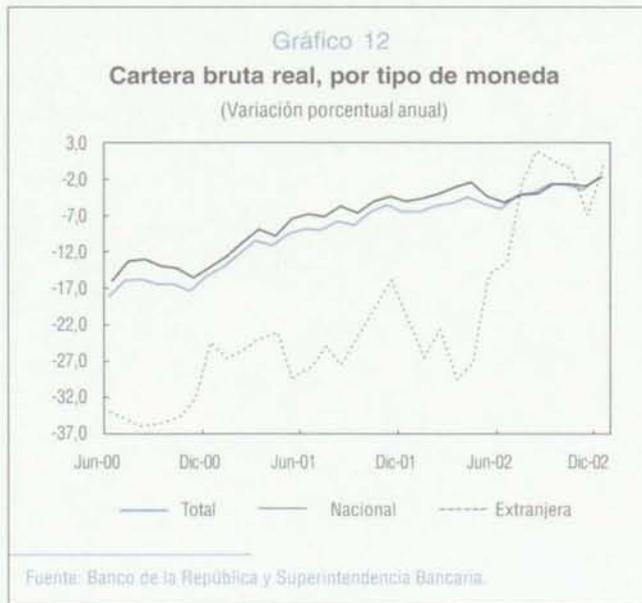
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

devaluacionista del mercado en el segundo semestre de 2002, condujo a que en tres oportunidades (entre julio y octubre) se activaran las subastas para el control de la volatilidad del tipo de cambio, que llevaron a que el Banco de la República vendiera divisas por un valor total de US\$414 m. Al finalizar octubre, el anuncio del acuerdo con el FMI modificó las expectativas del mercado y detuvo temporalmente la tendencia devaluacionista, al punto que se activó la subasta de acumulación de reservas del Banco de la República por US\$50 m, el 21 de octubre de 2002.

¹² Esta diferencia representó 12,3 puntos porcentuales del total del incremento del ITCR-IPP.

¹³ Países como Venezuela, Argentina, Brasil y México pesan 21,0% en el cálculo del indicador, mientras que el euro, el yen y la libra tienen una ponderación de 15,0%, 7,0% y 2,0%, respectivamente.

en especial cuando se considera la canasta de países competidores de Colombia en las ventas distintas del café¹⁴.



C. Sistema financiero

1. El crédito del sistema financiero

Durante el año 2002 la cartera bruta nominal creció 5,3%, con una caída de 1,6% en términos reales. Esto representa un cambio en el comportamiento de la cartera con respecto a los años anteriores; entre diciembre de 1999 y diciembre de 2001 la cartera bruta total en términos nominales cayó 6,7% (-20,3% en términos reales, Cuadro 7).



El comportamiento de la cartera durante el año continuó explicándose por los préstamos en moneda nacional que crecieron 5,3% en términos nominales y cayeron 1,6% en términos reales. La cartera en moneda extranjera medida en dólares bajó 14,9%. Cabe anotar que entre 1999 y 2001 la cartera real en moneda nacional decreció 18,5%, y los créditos en moneda extranjera presentaron una caída de 42,8% expresados en dólares (Gráfico 12, Cuadro 7).

En términos reales la cartera en moneda nacional de consumo creció 1,4% promedio anual durante 2002. La cartera comercial en moneda nacional au-

¹⁴ Esta tasa de cambio se calculó con base en una canasta de países en la que están representados los principales competidores de Colombia en las exportaciones de café, petróleo, flores, textiles, banano y carbón en el mercado de los Estados Unidos.

Cuadro 7
Cartera bruta ajustada y sin ajustar (*)
(Variaciones % anuales)

Fin de:	Crecimiento real				Crecimiento nominal			
	M/N	M/E	Total	Ajustada M/N (pr)	M/N	M/E	Total	Ajustada M/N (pr)
1999	(8,3)	(33,7)	(11,2)	(2,9)	0,1	(27,6)	(3,1)	6,1
2000	(14,2)	(24,6)	(15,1)	(2,5)	(6,7)	(18,1)	(7,7)	6,0
2001	(5,0)	(20,7)	(6,2)	(3,9)	2,3	(14,6)	1,0	3,5
2002								
Ene.	(4,7)	(26,5)	(6,3)	(3,4)	2,4	(21,1)	0,6	3,7
Feb.	(4,1)	(22,7)	(5,5)	(2,7)	2,4	(17,5)	0,9	3,8
Mar.	(3,1)	(29,6)	(5,0)	(2,6)	2,6	(25,4)	0,5	3,2
Abr.	(2,4)	(27,4)	(4,2)	(1,6)	3,1	(23,3)	1,2	4,0
May.	(4,4)	(15,7)	(5,2)	(3,6)	1,2	(10,8)	0,3	2,1
Jun.	(5,2)	(13,8)	(5,8)	(3,9)	0,7	(8,5)	0,0	2,1
Jul.	(4,2)	(2,3)	(4,0)	(3,2)	1,7	3,7	1,9	2,8
Ago.	(4,0)	1,9	(3,6)	(3,3)	1,8	8,0	2,2	2,4
Sep.	(2,6)	0,6	(2,4)	(3,0)	3,2	6,6	3,4	2,8
Oct.	(2,7)	(0,4)	(2,5)	(3,1)	3,5	6,0	3,7	3,0
Nov.	(3,0)	(6,7)	(3,3)	(2,6)	3,8	(0,2)	3,6	4,3
Dic.	(1,6)	(0,5)	(1,6)	(1,8)	5,3	6,4	5,3	5,1
Variaciones:								
Dic/99-Dic/01	(18,5)	(40,2)	(20,3)	(6,3)	(4,6)	(30,0)	(6,7)	9,7
Dic/01-Dic/02	(1,6)	(0,5)	(1,6)	(1,8)	5,3	6,4	5,3	5,1
Sep/02-Dic/02	1,2	(7,1)	0,6	1,5	2,8	(5,6)	2,2	3,2

(pr) Preliminar.

(*) Incluye entidades en liquidación. No incluye entidades financieras especiales.

Nota: La serie de cartera ajustada intenta restituir el efecto de los retiros de la cartera de los balances de los intermediarios financieros. Este procedimiento se justifica en que parte de la caída de la cartera bruta nominal desde 1999, obedeció a los retiros de las cuentas de balance de los intermediarios financieros propiciados por los alivios a los deudores hipotecarios, los bienes entregados en dación de pago, los castigos de cartera y la titularización hipotecaria.

Fuente: Banco de la República, con base en los balances mensuales de las entidades financieras.

mentó 0,2%, promedio anual, y aquella en moneda extranjera disminuyó 10,8%, promedio anual (Gráfico 13 y Cuadro 8), pese a lo cual la cartera hipotecaria cayó 13,5%, promedio anual. Ello obedeció, en parte, a los retiros de cartera originados en las titularizaciones, y también a un incremento sustancial de los prepagos. Los desembolsos de crédito hipotecario aumentaron significativamente¹⁵.

2. Calidad de los activos

El indicador tradicional de calidad de cartera (cartera vencida / cartera bruta) que en diciembre de 2001 se ubicó en 10,0%, registró un deterioro en el

¹⁵ Las operaciones de los bancos hipotecarios con la Titularizadora Colombia alcanzaron \$1.043 mm.

Cuadro 8
Tasa de crecimiento real de la cartera bruta, por tipo de crédito
 (Variaciones % anuales)

Fin de:	Consumo			Comercial			Hipotecaria
	MN	M/E	Total	MN	M/E	Total	MN
1999	(32,9)	(51,9)	(33,3)	(0,3)	(33,2)	(7,2)	(5,1)
2000	(10,5)	(33,9)	(10,8)	(7,1)	(24,4)	(9,8)	(26,2)
2001	3,7	27,8	3,9	(4,6)	(21,6)	(6,7)	(10,3)
2002							
Ene.	3,3	8,7	3,4	(4,1)	(27,3)	(7,0)	(9,9)
Feb.	4,7	3,5	4,7	(3,6)	(23,3)	(6,1)	(9,5)
Mar.	(4,0)	(59,4)	(4,7)	1,1	(28,8)	(2,5)	(10,7)
Abr.	(2,6)	(52,5)	(3,3)	1,8	(26,7)	(1,7)	(10,1)
May.	(1,5)	(38,8)	(2,0)	(0,5)	(15,1)	(2,2)	(13,4)
Jun.	(2,0)	(62,2)	(2,9)	(1,5)	(12,4)	(2,7)	(14,1)
Jul.	(0,1)	(59,3)	(1,0)	(0,1)	(0,5)	(0,1)	(14,2)
Ago.	3,5	(54,4)	2,7	(0,9)	3,8	(0,4)	(14,1)
Sep.	4,1	(56,9)	3,2	1,3	2,6	1,5	(14,2)
Oct.	3,9	(56,1)	3,0	1,4	1,6	1,4	(14,5)
Nov.	3,3	(55,7)	2,5	3,2	(5,2)	2,3	(19,2)
Dic.	4,7	(52,0)	4,0	4,5	1,1	4,1	(17,7)
Variaciones:							
Dic/99-Dic/01	(15,4)	(22,0)	(15,5)	(4,1)	(29,0)	(8,5)	(16,8)
Dic/01-Dic/02	1,4	(44,6)	0,8	0,2	(10,8)	(1,1)	(13,5)
Sep/02-Dic/02	4,0	(54,6)	3,2	3,0	(0,8)	2,6	(17,1)

Nota: Para efectos de consistencias en las series la cartera de microcréditos se excluye de la de consumo.

Fuente: Banco de la República, SGBE.

Gráfico 14
Indicador de calidad de cartera
(Cartera vencida / Cartera bruta)
 (Porcentajes)



Fuente: Banco de la República, con información de la Superintendencia Bancaria.

primer semestre del año, y llegó a un valor máximo de 12,4% en marzo, para mejorar y alcanzar 9,0% en diciembre de 2002 (Gráfico 14). Este comportamiento del indicador estaría influenciado por la modificación en los criterios de la clasificación de la cartera¹⁶. El índice de cubrimiento de la cartera vencida (provisiones / cartera vencida) continuó su tendencia creciente durante el año y pasó de 78,8% en diciembre de 2001 a 88,7% en diciem-

¹⁶ La resolución de la Superintendencia Bancaria que modificó el criterio de evaluación de la cartera de altura de mora a riesgo, inició su vigencia en marzo de 2002 con retroactividad a los meses de enero y febrero. Con esta modificación se forzó a las entidades a adoptar programas de evaluación de riesgo por cliente.

bre de 2002 (Gráfico 15). El aumento de este indicador refleja una mayor solidez del sistema financiero.

3. Solvencia

El indicador de solvencia (patrimonio técnico / activos ponderados) del conjunto del sistema financiero mantuvo, hasta diciembre de 2002, un nivel similar al del cierre de 2001. Para las entidades financieras públicas el indicador subió de 16,1% en diciembre de 2001 a 18,6% en diciembre de 2002, debido principalmente al incremento del patrimonio técnico del Banco Agrario. Para las entidades privadas el indicador se mantuvo alrededor del 13,0%, similar al del año anterior. Estos niveles se encuentran por encima del umbral mínimo requerido de 9,0% (Gráfico 16)¹⁷.

4. Rentabilidad

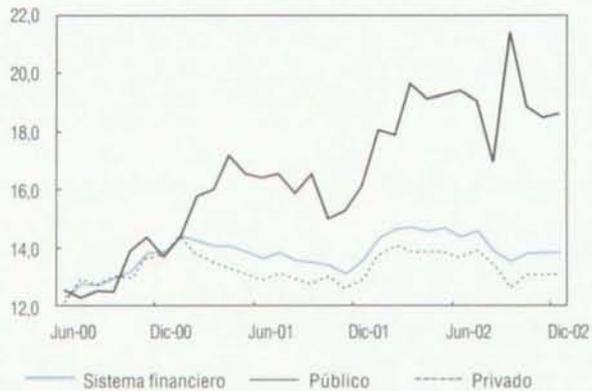
En el año 2002 el sistema financiero registró utilidades por \$1.570 mm, manifestación de su recuperación frente a años anteriores. Aunque en 2001 se habían registrado utilidades de \$344,2 mm, durante el período 1997 a 2001, el sistema acumuló pérdidas por \$4.616 mm. En 2002 las entidades financieras privadas registraron utilidades de \$765 mm, las entidades públicas \$368 mm, y las entidades financieras oficiales especiales registraron utilidades de \$438 mm¹⁸ (Gráfico 17).

Gráfico 15
Indicador de cubrimiento
(Provisiones de cartera / Cartera vencida)
(Porcentajes)



Fuente: Banco de la República, con información de la Superintendencia Bancaria.

Gráfico 16
Relación de solvencia - Establecimientos de crédito
(Porcentajes)



Fuente: Banco de la República, con información de la Superintendencia Bancaria.

¹⁷ Las fuertes oscilaciones del indicador en el tercer trimestre se deben a la valoración de las inversiones en el período de la crisis de los TES.

¹⁸ \$411 mm de estas utilidades corresponden a Fogafin. Es de anotar que Fogafin contabiliza como ingresos los traslados de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) hacia esa entidad.



D. Política fiscal

1. Resultados del año 2002

Al cierre del año 2002, el sector público consolidado registró un déficit equivalente al 3,6% del PIB, lo que significa un deterioro cercano a 0,4% del PIB respecto al balance fiscal del año 2001. El objetivo inicial del Gobierno era un déficit de 2,6% del PIB, pero la pérdida de dinamismo del recaudo y las nuevas necesidades del gasto no lo permitieron.

El nuevo Gobierno promovió desde agosto una serie de reformas legislativas con impacto fiscal a partir del año 2003. Por otra parte, con el objetivo de dotar de mayores recursos a las Fuerzas Militares y de Policía, el Gobierno estableció por una sola vez el impuesto a la seguridad democrática (Cuadro 9).

Cuadro 9
Déficit de operaciones efectivas 1/
Sector público consolidado

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2001	2002 (pr)	2001	2002 (pr)
Eléctrico	255,0	192,0	0,1	0,1
Emcali	141,0	108,0	0,1	0,1
EPM	292,0	270,0	0,2	0,1
FAEP	451,0	(390,0)	0,2	(0,2)
Ecopetrol	779,0	408,0	0,4	0,2
Telecom	418,0	267,0	0,2	0,1
Resto de entidades	309,0	656,0	0,2	0,3
Seguridad social	1.100,0	2.362,0	0,6	1,2
Regional y local	24,0	889,0	0,0	0,4
Fondo Nacional del Café	(77,0)	(168,0)	(0,0)	(0,1)
1. Subtotal sector descentralizado	3.692,0	4.594,0	1,9	2,2
2. Gobierno Nacional	(10.772,0)	(12.847,7)	(5,7)	(6,3)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(7.080,0)	(8.253,7)	(3,7)	(4,0)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	1.393,0	1.635,0	0,7	0,8
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	339,0	601,0	0,2	0,3
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.268,0)	(1.181,0)	(0,7)	(0,6)
E. Ajustes	520,0	(173,0)	0,3	(0,1)
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(6.096,0)	(7.371,7)	(3,2)	(3,6)

(pr) Preliminar.
1/ Déficit (-) o superávit (+).
Fuente: Confs.

Las finanzas del Gobierno Nacional Central contabilizaron un déficit de 6,3% del PIB, porcentaje superior en más de medio punto del PIB respecto al valor observado en el año 2001. El deterioro de las finanzas del Gobierno tuvo origen en la incorporación de nuevas partidas de gasto y en el bajo dinamismo de los ingresos. Sobre el comportamiento de las cifras se advierte un crecimiento de 10,0% en los ingresos totales y una expansión de 12,6% en los gastos. Al desagregar las rentas por componentes, se observa un incremento de 9,2% en las de origen tributario, 21,9% en las de capital y 31,6% en los fondos especiales (Cuadro 10).

Los impuestos más dinámicos fueron el de renta, el IVA interno e IVA externo con crecimientos en el recaudo de 6,0%, 6,2% y 6,0%, respectivamente. El impuesto a la gasolina registró una caída nominal de 11,7%, debido al comercio ilegal de combustibles y a la reducción de la tarifa efectuada en agosto de 2001. En cuanto al impuesto a la seguridad democrática es importante destacar que la cancelación de las dos primeras cuotas permitió recaudar \$1,2 b.

En cuanto al gasto, las cifras revelan un crecimiento de 5,4% en intereses, 8,0% en funcionamiento y 1,8% en inversión. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales registraron un incremento de 8,3%, los gastos generales de 11,7% y las transferencias de 7,5%. El crecimiento de gastos generales estuvo asociado, en su mayor parte, a los gastos militares diferentes a los de personal, los cuales han venido aumentando en forma significativa durante los últimos años. El préstamo neto ascendió a \$1.258,7 mm lo que representa una caída anual de 14,4%¹⁹.

El financiamiento del déficit se hizo con recursos del portafolio de la Tesorería y otros, por \$6.258,9 mm, el traslado de utilidades del Banco de la República por \$1.226,0 mm y recursos del crédito interno por \$6.563,0 mm.

2. Medidas tributarias y fiscales

Ante el deterioro de la situación fiscal del país y la necesidad de recursos para financiar la política de seguridad, se adoptaron varias medidas en materia tributaria y de gasto público.

Mediante la declaratoria del estado de "conmoción interior" previsto en la Constitución Nacional se decretó el pago, por una sola vez, de un gravamen destinado a financiar la ejecución de la estrategia de seguridad nacional equivalente al 1,2% del patrimonio líquido de sociedades y personas naturales, en caso de que este fuera superior a \$170 m el 31 de diciembre de 2001. Ambos, la declaratoria del estado de conmoción interior y el establecimiento del nue-

¹⁹ Dentro de este rubro, se incluye préstamos para el ISS por \$500 mm, para la Empresa Metro de Medellín por \$213 mm y para Corelca por \$312 mm.

Cuadro 10
Operaciones efectivas
Gobierno Nacional Central
(Miles de millones de pesos)

	2001	2002 (pr)	Crecimiento anual 2001/2002
I. Ingresos totales (A + B + C + D+E)	27.594,3	30.344,0	10,0
A. Tributarios	24.802,3	27.086,7	9,2
Renta	10.022,5	10.626,4	6,0
IVA interno	6.931,5	7.363,7	6,2
IVA externo	3.079,4	3.264,8	6,0
Gravamen	2.150,1	2.083,5	(3,1)
Gasolina	1.106,4	976,6	(11,7)
Transacciones financieras	1.421,3	1.443,2	1,5
Seguridad democrática	0,0	1.240,7	n.a.
Otros	91,1	87,8	(3,6)
B. No tributarios	375,0	306,8	(18,2)
C. Fondos especiales	240,0	315,9	31,6
D. Recursos de capital	2.071,0	2.523,6	21,9
Rendimientos financieros	571,0	553,7	(3,0)
Excedentes financieros	1.320,0	1.501,8	13,8
Otros	180,0	468,1	160,1
E. Ingresos causados	106,0	111,0	4,7
II. Gastos totales (A + B + C + D + E + F)	38.366,3	43.191,7	12,6
A. Intereses	7.497,0	7.902,4	5,4
Externos	3.114,4	3.621,5	16,3
Internos	4.382,6	4.280,9	(2,3)
B. Funcionamiento	27.171,6	29.335,4	8,0
Servicios personales	5.279,6	5.719,6	8,3
Gastos generales	1.774,0	1.982,1	11,7
Transferencias	20.118,0	21.633,7	7,5
C. Inversión	2.903,9	2.955,0	1,8
D. Préstamo neto	1.470,6	1.258,7	(14,4)
E. Deuda flotante	(942,9)	1.319,5	(239,9)
F. Indexación TES B denominados en UVR	266,1	420,7	58,1
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) 1/	(10.772,0)	(12.847,7)	19,3
Costo de reestructuración financiera	1.267,7	1.181,2	(6,8)
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	(12.039,7)	(14.028,9)	16,5
A. Crédito externo neto	8.747,0	(19,0)	(100,2)
Desembolsos	12.590,0	5.094,0	(59,5)
Amortizaciones	3.843,0	5.113,0	33,0
B. Crédito interno neto	5.887,0	6.563,0	11,5
Desembolsos	13.812,0	13.704,0	(0,8)
Amortizaciones	7.925,0	7.141,0	(9,9)
C. Utilidades del Banco de la República	1.453,0	1.226,0	(15,6)
D. Otros	(4.047,3)	6.258,9	(254,6)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(5,7)	(6,3)	

n.a: No aplicable.

(pr) Preliminar.

1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Confitia.

vo gravamen fueron declarados exequibles por la Corte Constitucional. El recaudo del impuesto se destinó a financiar gasto militar presupuestado para el año 2002 y el incremento del gasto militar y de policía para el año 2003. Los ingresos efectivos por este concepto se elevarán a \$2,4 b cuando concluya su recaudo en el mes de abril del presente año, monto superior al 1,0% del PIB.

En septiembre de 2002 el Gobierno presentó a consideración del Congreso de la República un proyecto de reforma tributaria con el fin de aumentar el recaudo de impuestos que incorporó modificaciones del IVA, tanto a partir de 2003 como de 2005, estableció una sobretasa sobre el impuesto de renta correspondiente al año 2003, y algunos otros cambios en la legislación tributaria. Este proyecto de ley fue aprobado por el Congreso en el mes de diciembre y permitirá incrementar los tributos en cerca de 1,0% del PIB en 2003, 1,7% del PIB en 2005 y alrededor de 2,0% del PIB a partir de 2006.

La ley que convoca a un referendo, aprobada también por el Congreso, contempla varias disposiciones tendientes a reducir el gasto de la Nación. De ser aprobado el referendo por la mayoría de los votantes requerida, se eliminarían los regímenes excepcionales de pensiones, se congelarían los salarios y las pensiones de los servidores públicos, y los gastos de funcionamiento de las entidades estatales. Los estimativos del Ministerio de Hacienda señalan que el ahorro fiscal por los diferentes conceptos se elevaría a 0,7% del PIB en 2003 y a 0,6% del PIB en 2004.

Adicionalmente, en la legislatura ordinaria de 2002 se aprobó la reforma pensional, que elevó gradualmente las cotizaciones para pensiones a partir de 2004 y hasta el año 2008. Este nuevo régimen introdujo algunas modificaciones sobre el número de semanas cotizadas, las tarifas de cotización, la edad de jubilación y el monto de las pensiones. En particular, la ley ordenó el aumento de la tarifa de cotización de 13,5% en 2003 a 14,5% en 2004, 15,0% en 2005 y 15,5% en 2006. Así mismo, a partir del año 2014 la ley aumentó la edad de jubilación de 55 a 57 años para las mujeres, y de 60 a 62 años para los hombres. También la ley redefinió las condiciones para acceder a la pensión de vejez, invalidez y sobrevivencia y para determinar el monto de las mesadas en cada uno de estos casos. Se calcula que el impacto fiscal positivo de la reforma será de 0,32% del PIB en 2004 y subirá hasta 2,79% del PIB en el año 2010.

Por último, el Congreso aprobó una reforma laboral, que busca facilitar la creación de empleos al flexibilizar la contratación. También otorgó facultades especiales al Presidente de la República para modificar la estructura organizacional de la administración del Gobierno Central, cuya utilización por parte del Ejecutivo generaría ahorros fiscales del orden de 0,4% del PIB por año de manera permanente.

Esta reforma del Estado establece la supresión de cerca de 40.000 cargos dentro de los cuales 30.000 serán de personas que se jubilen en los próximos tres años que no serán reemplazadas y 10.000 serán retirados directamente. Para los próximos meses quedaron pendientes otras reformas importantes como el nuevo estatuto orgánico de presupuesto y la ley de responsabilidad fiscal.

E. Acuerdo con el FMI

El 15 de enero de 2003, el Directorio del FMI ratificó el Acuerdo de Derecho de Giro (*Stand-By*) alcanzado con el Gobierno de Colombia por dos años, por una suma total de 1.500 m de derechos especiales de giro (DEG) (aproximadamente US\$2.100 m). Con la firma del acuerdo se tiene 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.

Este acuerdo apoya la consolidación de las políticas macroeconómicas y estructurales, para garantizar una mejora de la dinámica de la deuda pública. Dentro de los componentes claves del programa se encuentran las reformas tributaria, pensional y laboral, que fueron recientemente aprobadas por el Congreso de la República. El Cuadro 11 muestra que todas las metas se cumplieron en 2002.

Cuadro 11					
Programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI)					
	Dic-02			Meta FMI	
	Meta FMI (a)	Observado (b)	Diferencia (b) - (a)	Mar-03	Jun-03 1/
Piso RIN (US\$m)	10.300	10.507	207	10.360	10.420
Meta de inflación 2/	6,00	6,99	0,99	6,10	5,90
Techo al déficit global del sector público consolidado, desde el 1 de enero de 2002 (\$mm)	8.350	7.371	(979)	1.590	3.240
Techo al desembolso neto acumulado de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público desde el 1 de enero de 2002 (US\$m) 3/	1.100	266	(834)	650	1.050
Techo a los desembolsos netos acumulados de deuda externa de corto plazo del sector público desde el 1 de enero de 2002 (US\$m)	375	195	(180)	300	300

1/ Corresponde a una meta indicativa y no a un criterio de cumplimiento.

2/ Con base en una banda de dos puntos hacia arriba y hacia abajo establecida en el Acuerdo con el FMI, la meta de inflación de diciembre se considera cumplida, aunque su valor cerró 0,99 puntos porcentuales por encima de la meta puntual.

3/ Información preliminar a diciembre de 2002.

Fuente: Banco de la República, DANE y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

III. ACTIVIDAD ECONÓMICA EN 2002 Y PERSPECTIVAS PARA 2003

La reducción de los flujos de capital hacia el país fue el principal choque negativo que enfrentó la economía colombiana en 2002. Esta situación afectó igualmente a otras naciones latinoamericanas, y generó devaluaciones de sus monedas e incrementos en la prima de riesgo país durante buena parte del año. A lo anterior se sumó la caída pronunciada de la demanda externa. En este ambiente externo desfavorable, el crecimiento del producto fue bajo como en años anteriores y estuvo impulsado por el aumento del gasto doméstico, especialmente en la segunda parte del año.

Durante 2002, la balanza de pagos arrojó un déficit en cuenta corriente de 2,0% del PIB, similar al registrado en 2001 como consecuencia de un deterioro mayor de las exportaciones que de las importaciones. Las entradas netas de capital, por su parte, ascendieron a 1,3% del PIB, inferiores en 1,4% del PIB a las observadas en igual período del año anterior. Las proyecciones para 2003 indican que el déficit en cuenta corriente ascendería a 2,1% del PIB. La financiación de este déficit estaría cubierta por ingresos de capital esperados de US\$1.518 m (2,0% del PIB), un poco mayores que los del año anterior.

El crecimiento del PIB en 2002 fue de 1,5%, similar al de 2001. Después de un primer semestre en el que los síntomas de estancamiento eran claros, en el transcurso del año se fue registrando un pequeño repunte de la actividad económica, de tal manera que en el segundo semestre la tasa de crecimiento fue de 2,1%, superior a la observada en el primer semestre del año (1,4%). La ruptura del proceso de paz minó la confianza en la economía en la primera parte del año. Adicionalmente, y a pesar de la recuperación en las tasas de crecimiento del crédito, este continuó siendo lento, producto del proceso de recomposición de los balances de los hogares y las empresas, situación que ha incidido negativamente sobre la expansión de la economía. Así mismo, el problema del alto desempleo y la violencia ejercida por los grupos al margen de la ley afectaron adversamente las decisiones de consumo de los hogares y de inversión de las empresas.

En la segunda parte del año, la expansión de la demanda interna privada permitió compensar el debilitamiento de la demanda externa de las exportaciones tradicionales y la de productos dirigidos a Venezuela. Tanto el consumo de los hogares como la inversión contribuyeron por igual a la expansión de la demanda, siendo más notorio el dinamismo de esta última. Aún así, las tasas de ahorro e inversión de la economía colombiana continúan siendo muy bajas, lo que explica, en parte, el lento crecimiento de la economía. Por sectores económicos, la reactivación se concentró en la industria, el comercio y la construcción de edificaciones.

De acuerdo con las proyecciones del Gobierno, consignadas en el Plan de Desarrollo, la perspectiva de crecimiento del PIB en 2003 es de 2,0%. Al igual que en 2002 se prevé que la mayor fuente de expansión será la demanda interna. Las condiciones externas adversas continuarán, debido a que la economía mundial no ofrece un panorama de reactivación y la crisis venezolana se ha agudizado. Aunque recientemente se ha experimentado una apertura temporal de los mercados financieros internacionales para algunos países latinoamericanos, entre ellos Colombia, es previsible que los flujos de financiamiento hacia la región sean menores que en el pasado. En este contexto, la economía colombiana continuará dependiendo de la evolución del consumo y la inversión privada, que se espera comience a crecer un poco más aceleradamente.

En 2002 el desempleo siguió siendo alto como consecuencia del lento crecimiento de la economía. Sin embargo, la tasa de desempleo de las 13 grandes ciudades disminuyó y la ocupación aumentó como lo había hecho en 2001. Las perspectivas futuras del empleo son favorables en la medida en que las recientes reformas estructurales aprobadas por el Congreso de la República, entre las que se destaca la reforma laboral, mejoran las condiciones económicas y de creación de empleo.

Al finalizar 2002 la inflación al consumidor fue 6,99%, 0,99 puntos porcentuales superior a la meta de inflación establecida por la JDBR para ese año, pero inferior al 7,7% registrado en 2001. El desfase se explica principalmente por el comportamiento de los precios de los alimentos -en especial el de la papa- como consecuencia de problemas de oferta. La inflación básica terminó el año en 5,6%, por debajo de la meta establecida aunque con tendencia al aumento desde el mes de octubre. Esta aceleración debe atribuirse a la rápida devaluación del peso, por cuanto la economía colombiana funciona desde hace varios años por debajo de su capacidad de producción potencial, y, por lo tanto, no tiene que ver con factores de demanda agregada. No obstante, el aumento de la inflación básica y el incumplimiento puntual de la meta en el año 2002, podrían llevar a un aumento en las expectativas de inflación. Ello, aunado al efecto transitorio sobre el nivel de precios de la extensión del IVA, comprometería el logro de las metas futuras de inflación y requeriría adoptar acciones correctivas en caso de exacerbarse.

A. Actividad económica

La incidencia de choques externos comunes a los países de la región, en especial aquellos relacionados con el financiamiento externo, determinan la similitud de los ciclos de crecimiento económico entre ellos. En el Gráfico 18 se observa el comportamiento del PIB de América Latina y Colombia.

El principal choque externo que enfrentó la economía colombiana el año anterior fue el limitado acceso al crédito externo en la segunda parte del año. Esto mismo sucedió a otros países de la región, como se observa en el Gráfico 19. En este entorno desfavorable tuvieron que desenvolverse las economías de la región, por lo cual los resultados en materia de crecimiento no fueron los esperados y sus tasas de cambio se devaluaron simultáneamente (Gráfico 20).

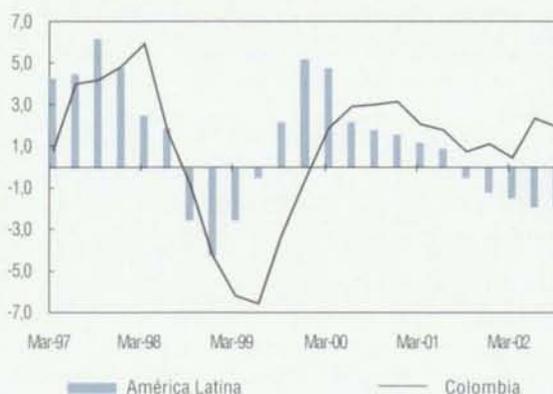
1. Análisis de demanda

Como ya se dijo, el crecimiento del producto en Colombia fue de 1,5% en 2002, ligeramente superior al registrado en 2001 (1,4%). Si se excluye los cultivos ilícitos de la estadística, el crecimiento fue de 1,9%, también más alto que el de 2001 (1,57%). La demanda interna constituyó la fuente principal de crecimiento de la economía (Gráfico 21).

Durante todo el año el consumo privado interno exhibió tasas de crecimiento más altas que en los últimos dos años, en particular el de los bienes durables y semidurables. A esto último contribuyeron las bajas tasas de interés que apoyaron este proceso de recuperación del consumo de los hogares.

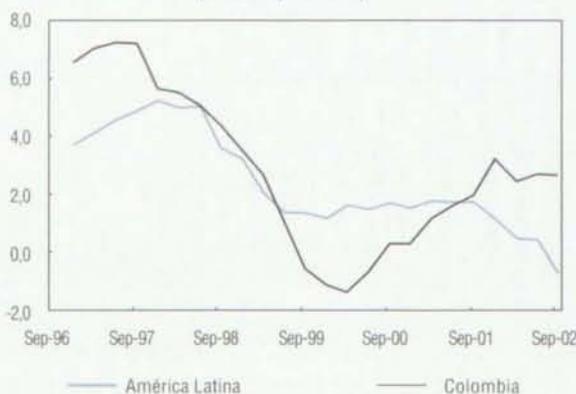
La inversión registró una tasa de crecimiento de 5,13% asociada con el incremento de la inversión en edificaciones (22,89%) y equipo de transporte (8,55%).

Gráfico 18
Tasa de crecimiento del PIB
de Colombia y América Latina (1997:03-2002:09)
(Tasa trimestral de crecimiento anualizado)

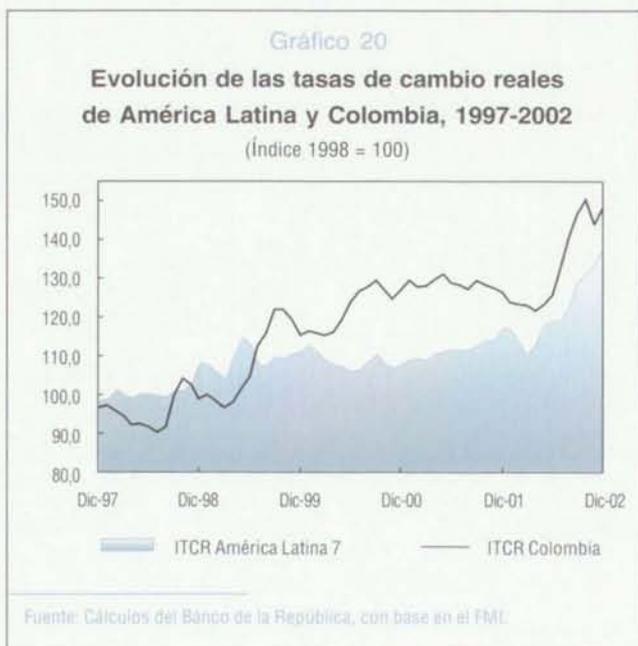


América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela.
Fuente: BID y DANE

Gráfico 19
Flujos de capital
a América Latina y Colombia, 1996-2002
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del Banco de la República, con base en el BID.



Esta mejora se registró sobre todo a partir del segundo trimestre del año y se explicaría por varias medidas gubernamentales sobre el sector de la construcción y de industria. Entre ellas, las políticas de vivienda de interés social que venían aplicándose desde el Gobierno anterior y la reducción de los aranceles de los bienes de capital no producidos en la subregión andina. La aprobación de la Ley de Preferencias Arancelarias Andinas (ATPA) que mantuvo en vilo a los exportadores durante varios meses del año habría contribuido a mejorar el clima de la inversión, lo mismo que las políticas de seguridad, aplicadas por el nuevo Gobierno.

El consumo público experimentó grandes fluctuaciones a lo largo del año. Mientras en el primer trimestre prácticamente no creció, en el segundo trimestre lo hizo a tasas reales de expansión positivas, asociadas a mayores necesidades de gasto público. En el último trimestre tuvo lugar una nueva reducción de la tasa de crecimiento de esta variable, en parte, atribuible a un represamiento importante

de los pagos. Por su parte, la inversión en obras civiles presentó tasas de crecimiento negativas todo el año, como estaba previsto (Cuadro 12).

Las exportaciones, registraron un comportamiento desfavorable en 2002. Al final del año se presentó una pequeña recuperación de las ventas no tradicionales a los Estados Unidos. En el año completo, sin embargo, decrecieron en -2,7% con respecto a 2001. Las ventas a Ecuador se estancaron y las dirigidas a Venezuela disminuyeron en más de un 35,4%, debido a la crisis en ese país y

Cuadro 12
Crecimiento anual del PIB por el lado de la demanda
(Variación porcentual)

	2001 (p)					2002 (p)				
	I	II	III	IV	Anual	I	II	III	IV (*)	Anual (*)
Producto interno bruto	2,05	1,76	0,72	1,09	1,40	0,47	2,31	1,91	2,03	1,50
Importaciones totales	12,24	15,45	12,01	3,64	10,70	3,65	6,60	8,80	7,44	0,11
Total oferta final	3,57	3,77	2,36	1,48	2,80	(0,96)	1,69	4,17	2,89	1,28
Consumo final	1,90	1,13	0,62	1,41	1,30	1,74	2,26	2,17	1,05	1,78
Hogares	2,44	1,30	0,04	1,16	1,20	2,19	2,02	2,51	1,81	2,20
No durables	1,46	(0,35)	(2,56)	(0,30)	(0,40)	0,19	0,55	1,18	0,84	0,91
Semidurables	10,56	6,29	0,35	(1,10)	3,80	2,22	(2,39)	3,49	1,96	1,74
Servicios	2,32	2,20	2,46	2,93	2,50	2,28	1,86	2,09	2,12	1,95
Durables	3,74	3,31	3,56	7,97	4,70	8,87	15,34	8,66	6,01	10,65
Gobierno	0,37	0,65	2,32	2,13	1,40	0,45	2,95	1,18	(1,14)	0,62
Formación bruta de capital	12,72	18,23	10,87	(0,40)	10,10	(15,17)	1,60	10,55	23,40	5,22
Formación bruta de capital fijo	7,73	12,47	13,39	11,90	11,40	(1,76)	3,24	6,42	9,47	5,13
Maquinaria y equipo	17,73	32,41	21,45	9,62	20,00	(3,96)	(5,24)	3,59	6,09	1,17
Equipo de transporte	43,80	28,66	44,87	33,00	37,50	(18,14)	6,75	16,31	25,66	8,55
Edificaciones	7,04	10,51	8,41	18,00	11,00	23,69	21,74	19,89	25,62	22,89
Obras civiles	(12,19)	(8,86)	1,73	5,75	(3,60)	(17,10)	(3,77)	(6,83)	(5,63)	(7,86)
Subtotal: demanda final interna	3,43	3,46	2,03	1,14	2,50	(0,87)	2,16	3,42	4,34	2,30
Exportaciones totales	4,30	5,43	4,10	3,23	4,30	(1,41)	(0,83)	(4,56)	(4,57)	(3,93)
Total demanda final	3,10	4,49	2,86	3,09	3,20	3,10	4,49	2,86	2,89	1,28

Nota: Esta estimación del PIB incluye cultivos ilícitos, cuya producción disminuyó en 30% en 2002, según el DANE.

(p) Provisional.

(*) Estimaciones del Banco de la República, SGEE.

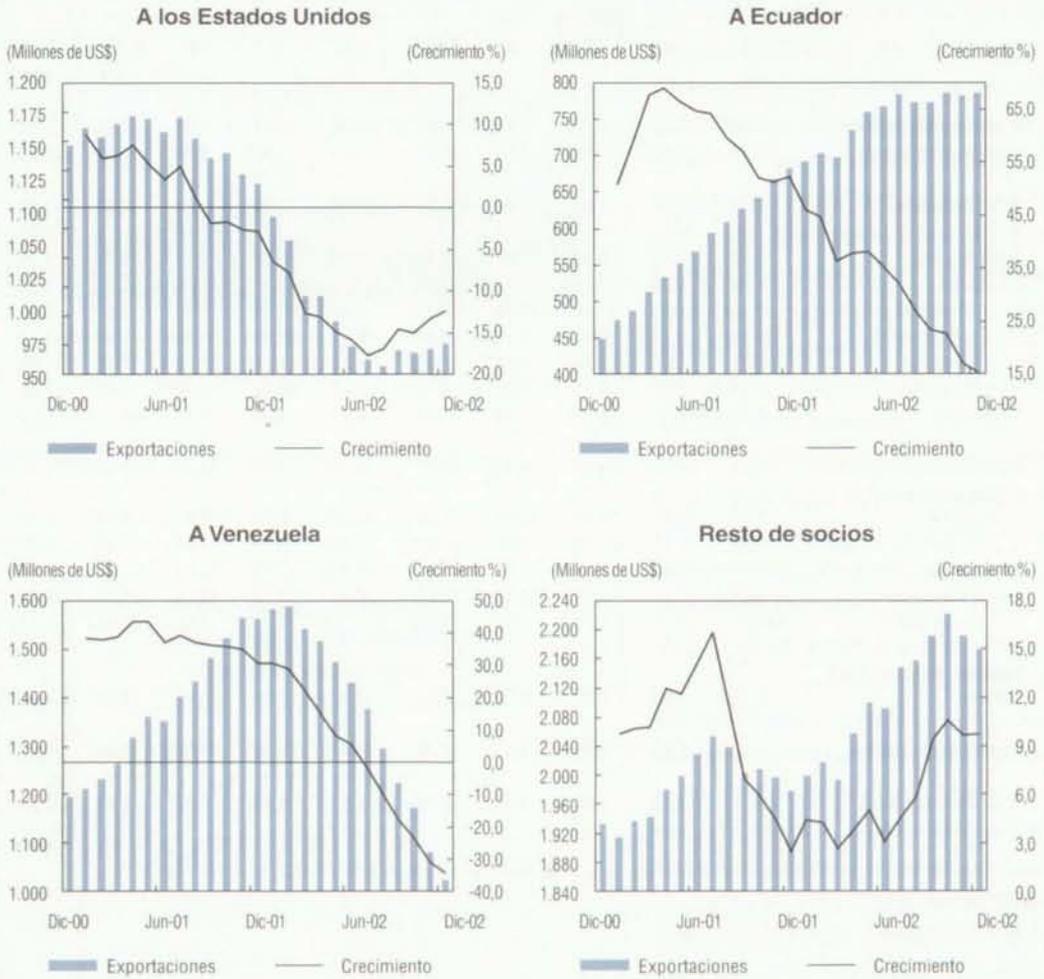
Fuente: DANE

a la evolución del tipo de cambio bilateral, que se revaluó en cerca de 20,0%. Tan solo las ventas al resto de los socios registraron el año anterior un comportamiento favorable (Gráfico 22).

Las últimas proyecciones del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y del Departamento Nacional de Planeación (DNP), consignadas en el Plan de Desarrollo, indican que para 2003 se espera un crecimiento del PIB de 2,0% (Cuadro 13). Buena parte de este crecimiento estará explicado por un mejor desempeño del consumo de los hogares, continuando con la tendencia registrada en los últimos trimestres de 2002. Sin embargo, el consumo del presente año será objeto de dos efectos encontrados: por un lado, la reforma tributaria (especialmente la ampliación del IVA, la sobretasa a la renta y la reducción de las exenciones para el pago de este tributo) implicará una reducción en el

Gráfico 22

**Exportaciones no tradicionales industriales
Últimos 12 meses**



Fuente: DANE.

ingreso disponible de los hogares, que a corto plazo tiene un efecto negativo sobre esta variable. Por otro lado, es de esperar que se mantenga el clima de confianza, gracias al efecto de las reformas y a la ejecución de la estrategia de seguridad democrática y que este segundo efecto prime sobre el primero.

Debido al represamiento de pagos que tuvo lugar durante el último trimestre de 2002, se esperaría un crecimiento anual importante del consumo del Gobierno para 2003. La inversión en obras civiles podría reactivarse por el efecto de algunas obras de gobiernos locales como la construcción de nueva infraestructura vial y de transporte masivo en Bogotá, Medellín y Cali.

En 2003 el volumen de las exportaciones tradicionales disminuiría como consecuencia de la declinación de la producción de petróleo y de la cosecha cafetera, lo cual debe tener un efecto negativo sobre el crecimiento real. Sin embargo, la caída del volumen de exportación de crudo podría verse compensada por las mejores perspectivas en torno a la evolución de los precios internacionales, lo que redundaría en el crecimiento del valor exportado.

Las exportaciones no tradicionales tendrían un comportamiento mixto en 2003.

Las ventas dirigidas hacia los Estados Unidos se recuperarían hasta alcanzar al finalizar el año un nivel similar, o mayor, que el observado en 2001 por la entrada en vigencia del ATPA y la devaluación del tipo de cambio ocurrida en 2002. Las exportaciones a Ecuador registrarían una disminución importante en su tasa de crecimiento, aunque ésta seguiría siendo positiva, por una menor expansión de la economía de ese país. Finalmente, las ventas hacia Venezuela no tienen perspectivas favorables. Distintos analistas estiman una contracción del producto similar o mayor que la de 2002 por los acontecimientos recientes. Así mismo, el anuncio del cierre del mercado cambiario y posterior imposición del régimen de control de cambios ha dificultado y podría continuar dificultando el pago de exportaciones realizadas en meses anteriores, lo cual deterioraría aún más la cartera comercial con este país. Por todos estos efectos se espera una nueva disminución de las ventas a este mercado, que podría fluctuar alrededor de 40,0% en 2003.

En 2002 el sector que más se expandió fue el de la construcción (5,76%), seguido de transporte (3,43%), electricidad, gas y agua (3,03%) y comercio (1,49%). Por su parte, la industria, los servicios y la agricultura exhibieron tasas de crecimiento bajas, mientras que la minería y los servicios bancarios registraron tasas negativas de -4,75% y -0,08%, respectivamente.

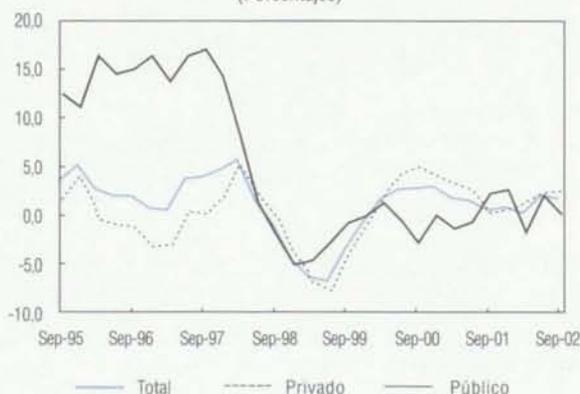
En el Gráfico 23 se presenta una descomposición del PIB entre público y privado. Allí se aprecia que, en 2002, el PIB total siguió de cerca el comportamiento del PIB privado, como ha sido el caso en los últimos años. El PIB público, por su parte, osciló de acuerdo con el comportamiento del gasto público a lo largo del año pero no incidió sobre el desempeño de la actividad económica general.

Cuadro 13
Proyección del PIB, por tipo de gasto, 2003
(Crecimientos reales)

Tipo de gasto	Porcentaje
Total consumo	1,3
Consumo privado	2,3
Consumo público	(1,5)
Inversión	1,3
Inversión privada	3,3
Inversión pública	0,4
Inversión Plan Colombia	(27,4)
Exportaciones	3,3
Importaciones	(0,3)
Producto interno bruto	2,0

Fuente: DNP.

Gráfico 23
Crecimiento del PIB público y privado, 1995-2002
(Porcentajes)



Fuente: DANE y DNP.

Las proyecciones para 2003 apuntan a un mejor desempeño de la mayoría de los sectores (Cuadro 14). La construcción continuaría recuperándose apoyada por las políticas gubernamentales, y la industria registraría tasas más altas de expansión impulsada por el crecimiento de la construcción y de algunos productos de exportación al mercado norteamericano y al resto del mundo. Este crecimiento aún no será muy elevado dadas las perspectivas de otros mercados de exportación, como el venezolano. Se

espera una leve recuperación del comercio y un mayor dinamismo del sector transporte.

Cuadro 14
Producto interno bruto por ramas de actividad económica
Variaciones porcentuales anuales
(Series desestacionalizadas)

	2001 (pr)	2002 (pr)	2003 (proy.)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	0,68	0,54	2,50
Explotación de minas y canteras	(9,74)	(4,75)	(4,20)
Electricidad, gas y agua	1,70	3,03	3,70
Industria manufacturera	(1,29)	1,10	2,10
Construcción	13,77	5,76	9,10
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,27	1,49	1,40
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,33	3,43	4,10
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y otros servicios a las empresas	(0,60)	2,35	2,20
Servicios sociales, comunales y personales	1,66	0,90	(0,50)
Servicios bancarios imputados	(5,51)	(0,08)	
Subtotal valor agregado	1,15	1,50	2,00
Más impuestos menos subsidios	4,85	1,39	
PIB	1,39	1,50	2,00

(pr) Preliminar.
(proy.) Proyectado.
Fuente: DANE y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

B. Balanza de pagos

1. Comportamiento de la balanza de pagos durante 2002

La balanza de pagos de Colombia arroja un déficit en cuenta corriente de US\$1.612 m (2,0% del PIB), y entradas netas de capital por US\$1.084 m (1,3% del PIB). La acumulación de reservas brutas del año, sin incluir valorizaciones, fue de US\$142 m y su saldo a diciembre ascendió a US\$10.844 m (Cuadro 15).

a. Cuenta corriente

El déficit en cuenta corriente aumentó US\$198 m en 2002, con respecto al de 2001, como resultado del deterioro de la balanza comercial (bienes y servicios no factoriales), que pasó de generar un déficit de US\$886 m en 2001, a uno de US\$1.159 m en 2002. Este resultado se explica por la caída en las exportaciones de bienes de US\$473 m, mayor que la reducción de las importaciones de US\$190 m. El comportamiento de las exportaciones de bienes se explica por el menor valor en dólares de las ventas externas de productos no tradicionales (US\$322 m) y de carbón (US\$189 m).

Al deterioro de la cuenta corriente también contribuyó el mayor déficit del rubro renta de factores, US\$110 m, que se compensó parcialmente con mayores ingresos netos de transferencias corrientes, US\$185 m.

El Cuadro 16 resume el comportamiento de las exportaciones por producto durante el año 2002. Como se aprecia, las exportaciones de hidrocarburos sumaron US\$3.275 m, similares a las observadas en igual período de 2002. Las exportaciones de carbón presentaron una caída de 16,0%, como resultado de una reducción en su volumen; las exportaciones no tradicionales se redujeron en 5,0%, como consecuencia de la caída en las ventas a Venezuela y a los Estados Unidos (Cuadro 17).

Las importaciones presentaron una reducción en su crecimiento anual de 0,9% en 2002 como resultado de la caída en las compras de bienes de capital (7,5%) que no fue compensada por el aumento en las importaciones de bienes de consumo (7,0%) e intermedios (0,4%) (Cuadro 18). No obstante, se destaca la recuperación del valor en dólares de las importaciones, puesto que en los primeros meses del año presentaron caídas de más de 10,0% en términos anuales.

b. Cuenta de capital

Durante 2002, la cuenta de capital y financiera presentó ingresos netos de recursos de US\$1.084 m, inferiores en US\$1.142 m a los observados en igual período del año anterior²⁰.

²⁰ Sin embargo, los errores y omisiones ascienden a US\$670 m, parte de los cuales puede corresponder a flujos de capital.

Cuadro 15
Balanza de pagos de Colombia - Resumen

	Millones de dólares			Como % del PIB			Diferencia 2002-2001 US\$ millones
	2001 (pr)	2002 (e)	2003 (proy.)	2001 (pr)	2002 (e)	2003 (proy.)	
I. CUENTA CORRIENTE	(1.414)	(1.612)	(1.543)	(1,7)	(2,0)	(2,1)	(198)
Ingresos	18.242	17.427	17.271	22,1	21,4	23,2	(814)
Egresos	19.656	19.039	18.814	23,8	23,3	25,3	(616)
A. Bienes y servicios no factoriales	(886)	(1.159)	(933)	(1,1)	(1,4)	(1,3)	(273)
1. Bienes	510	227	472	0,6	0,3	0,6	(283)
Exportaciones	12.777	12.304	12.245	15,5	15,1	16,5	(473)
Importaciones	12.267	12.077	11.772	14,9	14,8	15,8	(190)
2. Servicios no factoriales	(1.396)	(1.386)	(1.405)	(1,7)	(1,7)	(1,9)	10
Exportaciones	2.198	1.879	1.879	2,7	2,3	2,5	(320)
Importaciones	3.594	3.265	3.284	4,4	4,0	4,4	(329)
B. Renta de los factores	(2.613)	(2.724)	(2.805)	(3,2)	(3,3)	(3,8)	(110)
Ingresos	880	670	642	1,1	0,8	0,9	(210)
Egresos	3.493	3.394	3.448	4,2	4,2	4,6	(99)
C. Transferencias corrientes	2.085	2.271	2.195	2,5	2,8	3,0	185
Ingresos	2.387	2.574	2.505	2,9	3,2	3,4	188
Egresos	302	304	309	0,4	0,4	0,4	2
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	2.226	1.084	1.518	2,7	1,3	2,0	(1.142)
A. Cuenta financiera	2.226	1.084	1.518	2,7	1,3	2,0	(1.142)
1. Flujos financieros de largo plazo	4.871	(1.658)	1.366	5,9	(2,0)	1,8	(6.529)
a. Activos	39	777	300	0,0	1,0	0,4	738
i. Inversión directa colombiana en el exterior	41	777	300	0,1	1,0	0,4	736
ii. Préstamos 1/	(2)	0	0	(0,0)	0,0	0,0	2
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	4.945	(851)	1.666	6,0	(1,0)	2,2	(5.796)
i. Inversión extranjera directa en Colombia	2.374	1.940	1.462	2,9	2,4	2,0	(434)
ii. Préstamos 1/	2.791	(2.542)	340	3,4	(3,1)	0,5	(5.332)
Sector público	2.949	(1.309)	615	3,6	(1,6)	0,8	(4.257)
Sector privado	(158)	(1.233)	(275)	(0,2)	(1,5)	(0,4)	(1.075)
iii. Arrendamiento financiero	(219)	(249)	(137)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(30)
Sector público	(0)	(8)	12	(0,0)	(0,0)	0,0	(7)
Sector privado	(219)	(241)	(149)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(22)
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	(35)	(30)	0	(0,0)	(0,0)	0,0	5
2. Flujos financieros de corto plazo	(2.646)	2.742	152	(3,2)	3,4	0,2	5.387
a. Activos	3.203	(2.140)	(319)	3,9	(2,6)	(0,4)	(5.343)
i. Inversión de cartera	3.460	(2.032)	(308)	4,2	(2,5)	(0,4)	(5.492)
Sector público	1.594	(1.622)	(671)	1,9	(2,0)	(0,9)	(3.216)
Sector privado	1.866	(410)	363	2,3	(0,5)	0,5	(2.276)
ii. Préstamos 1/	(257)	(108)	(11)	(0,3)	(0,1)	(0,0)	149
Sector público	(4)	40	0	(0,0)	0,0	0,0	44
Sector privado	(253)	(148)	(11)	(0,3)	(0,2)	(0,0)	105
b. Pasivos	557	602	(167)	0,7	0,7	(0,2)	44
i. Inversión de cartera	(41)	16	0	(0,0)	0,0	0,0	57
Sector público	2	(1)	0	0,0	(0,0)	0,0	(3)
Sector privado	(42)	17	0	(0,1)	0,0	0,0	59
ii. Préstamos 1/	598	586	(167)	0,7	0,7	(0,2)	(12)
Sector público	121	109	(100)	0,1	0,1	(0,1)	(13)
Sector privado	477	477	(67)	0,6	0,6	(0,1)	0
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	405	670	0	0,5	0,8	0,0	265
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	1.217	142	(25)	1,5	0,2	(0,0)	(1.075)
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	10.245	10.844	10.819	12,4	13,3	14,6	599
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	10.192	10.841	10.816	12,3	13,3	14,5	649
Meses de importación de bienes	10,0	10,8	11,0				
Meses de importación de bienes y servicios	6,4	6,9	7,0				
PIB nominal en millones de dólares	82.545	81.624	74.342				
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	1.166	192	(25)	1,4	0,2	(0,0)	(974)

(pr) Preliminar.

(e) Estimado.

(proy.) Proyectado.

Supuestos 2003: Precios de exportación: café US\$0,74 / libra (*Exdock*); petróleo US\$25,8 / barril; crecimiento de importaciones de bienes -2,6% (-1,4% sin Plan Colombia y sin Plan Fortaleza).

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

2/ Según metodología de la Balanza de Pagos.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 16
Exportaciones (FOB), según principales productos y sectores económicos (pr)
(Millones de dólares)

	Enero-Diciembre		Variación	
	2001	2002	Absoluta	%
Total exportaciones	12.309,1	11.911,0	(398,1)	(3,2)
Exportaciones tradicionales	5.555,7	5.496,0	(59,7)	(1,1)
Café	764,2	772,2	8,0	1,1
Carbón	1.178,8	990,2	(188,6)	(16,0)
Ferróniquel	235,2	272,5	37,2	15,8
Petróleo y derivados	3.285,1	3.275,0	(10,0)	(0,3)
Oro	3,3	94,4	91,2	n.a.
Esmeraldas	89,2	91,7	2,5	2,9
Exportaciones no tradicionales (*)	6.753,4	6.415,0	(338,4)	(5,0)
Sector agropecuario	1.365,7	1.382,8	17,1	1,3
Sector industrial	5.338,0	4.957,2	(380,7)	(7,1)
Sector minero	49,7	74,9	25,2	50,7

(pr) Preliminar.

(*) No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras. Incluye ajustes de balanza de pagos.

n.a. No aplica.

Fuente: DANE y Banco de la República.

Cuadro 17
Crecimiento porcentual anual del valor
en dólares de las exportaciones de Colombia
(Enero-Diciembre de 2002)

	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	Resto	Total
Totales	(0,3)	(35,4)	16,3	17,5	(20,4)	17,2	3,5	(3,2)
No tradicionales	(2,7)	(35,5)	14,6	6,7	(9,6)	21,7	8,5	(5,0)
Sector agropecuario	9,8	(48,1)	(33,0)	(7,5)	(4,7)	183,1	8,0	1,3
Sector industrial	(12,4)	(34,6)	15,2	16,7	(18,1)	21,1	8,6	(7,1)
Alimentos, bebidas y tabaco	20,8	(34,1)	21,7	5,1	(20,5)	(8,4)	16,7	0,6
Hilados y tejidos	(13,4)	(36,8)	(22,2)	172,8	20,6	26,1	(1,5)	(14,8)
Confecciones	2,1	(42,0)	16,7	578,2	(5,7)	54,5	(6,1)	(9,5)
Productos plásticos y de caucho	(68,9)	(37,4)	(7,6)	n.a.	(96,3)	84,6	(26,0)	(26,8)
Cuero y sus manufacturas	(0,3)	(71,3)	(10,0)	17,7	(60,1)	47,0	(7,6)	(15,9)
Madera y sus manufacturas	(14,3)	(47,0)	24,3	n.a.	55,1	(50,0)	92,8	(4,3)
Artes gráficas y editorial	(18,6)	(15,4)	19,6	49,2	(63,3)	(11,9)	(6,8)	(7,0)
Industria química	(49,7)	(19,5)	14,7	194,0	40,4	31,1	19,7	(2,7)
Minerales no metálicos	28,0	(11,6)	22,0	10,8	39,3	15,5	4,5	14,2
Industria metales comunes	(7,7)	(40,8)	17,7	71,4	(72,8)	6,5	13,2	(6,7)
Maquinaria y equipo	(22,5)	(41,2)	16,1	272,9	(65,7)	10,7	12,0	(11,7)
Material de transporte	(40,9)	(45,9)	27,1	(17,8)	327,4	106,2	(53,7)	(24,1)
Aparatos de óptica, cine y otros	25,4	(30,7)	(10,6)	439,3	(42,6)	3,4	3,8	(1,0)
Otras industrias	11,3	(26,7)	2,4	139,8	36,1	2,9	(7,1)	(6,4)
Sector minero (*)	35,4	36,9	135,6	(4,8)	(28,1)	56,9	(6,0)	20,0

n.a. No aplica.

(*) No incluye esmeraldas.

Fuente: DANE y Banco de la República.

Cuadro 18
Importaciones (FOB), según uso o destino económico (pr)
(Millones de dólares)

	Enero-Diciembre		Variación	
	2001	2002	Absoluta	%
Importaciones totales	12.009,8	11.899,2	(110,7)	(0,9)
Bienes de consumo	2.356,8	2.521,0	164,2	7,0
Duraderos	1.457,3	1.409,1	(48,1)	(3,3)
No duraderos	899,5	1.111,8	212,3	23,6
Bienes intermedios	5.352,0	5.373,1	21,1	0,4
Combustibles y lubricantes (*)	173,2	174,1	0,9	0,5
Para la agricultura	444,0	438,1	(5,9)	(1,3)
Para la industria	4.734,9	4.761,0	26,1	0,6
Bienes de capital	4.292,2	3.971,9	(320,4)	(7,5)
Materiales de construcción	168,6	164,0	(4,6)	(2,7)
Para la agricultura	37,9	42,5	4,7	12,4
Para la industria	2.529,6	2.293,6	(236,0)	(9,3)
Equipo de transporte	1.556,2	1.471,7	(84,4)	(5,4)
Bienes no clasificados	8,8	33,2	24,4	276,6

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

La inversión extranjera directa neta ascendió a US\$1.163 m. El flujo de financiamiento de largo plazo de los sectores público y privado fue de -US\$1.316 m y -US\$1.474 m, respectivamente. Las mayores entradas de capital de corto plazo obedecen a la liquidación de portafolio externo, principalmente de sector público. En particular, el Gobierno Nacional liquidó cerca de US\$1.780 m, correspondientes a la colocación de recursos en el exterior de prefinanciación, la cual ascendió a US\$1.900 m en 2001. Los préstamos netos de corto plazo de Colombia ascendieron a US\$694 m.

c. Variación de las reservas internacionales

Como resultado de los movimientos de bienes y servicios y de capital de 2002, se presentó una acumulación de reservas internacionales brutas, sin incluir valorizaciones, de US\$142 m²¹. Su saldo ascendió a US\$10.844 m, equivalente a 10,8 meses de importación de bienes, 6,9 meses de importaciones de bienes y servicios y 1,09 veces el valor de las amortizaciones de deuda pública y privada en un año.

²¹ La diferencia en el saldo de 2001 y 2002 de las reservas internacionales, sin embargo, sí incluye dichas valorizaciones.

2. Perspectivas de la balanza de pagos para 2003

De acuerdo con la proyección actual de balanza de pagos (Cuadro 15), en 2003 el déficit en cuenta corriente ascendería a US\$1.543 m (2,1% del PIB). La financiación de este déficit estaría cubierta por ingresos de capital esperados por US\$1.518 m (2,0% del PIB), los cuales se explican por entradas netas de capital de largo y corto plazo por US\$1.366 m y US\$152 m, respectivamente.

En relación con la estimación de cuenta corriente, se proyecta una leve caída de las exportaciones de bienes de 0,48%²². En particular, se espera un descenso en las ventas externas en dólares de bienes tales como petróleo (0,28%) y productos no tradicionales (0,7%). Por su parte, las exportaciones de productos como café, carbón y ferroníquel aumentarían 1,48%, 1,34% y 8,61%, en su orden. Adicionalmente, la caída esperada en las importaciones de bienes asciende a 2,52%.

La proyección de la cuenta de capital y financiera incorpora flujos de largo plazo por US\$1.366 m y entrada de recursos de corto plazo por US\$152 m. Se espera un flujo de inversión extranjera directa neta de US\$1.162 m y un endeudamiento externo neto del sector público de largo plazo de US\$628 m. Por el contrario, la proyección contempla pagos netos de deuda de largo plazo del sector privado por US\$424 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\$671 m, fundamentalmente Gobierno y Fondo de Ahorro e Inversión Petrolera (FAEP).

C. Empleo

Al final de 2002 la tasa de desempleo para el total del país había aumentado con respecto a la registrada al finalizar 2001, situándose en 15,6% frente a 13,5%. Sin embargo, la tasa de desempleo de las 13 ciudades más importantes disminuyó de 16,4% a 15,7% en este mismo período.

En enero de 2003 la tasa de desempleo fue 18,2%, 2,2 puntos porcentuales menor que la del mismo mes de 2002 (Gráfico 24). Para el total nacional, la tasa también bajó, ubicándose 1,8 puntos porcentuales menos que en enero del año anterior. Al mismo tiempo, la tasa de ocupación se incrementó en las 13 principales ciudades (Gráfico 25).

Estos signos son alentadores y se espera que en 2003 continúe este proceso de recuperación del empleo que ahora, además, se verá incentivado por la

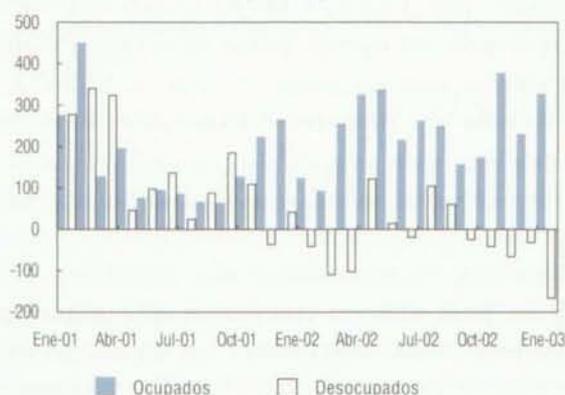
²² Incluidas las operaciones especiales de comercio.

Gráfico 24
Tasa de desempleo 13 ciudades
Nueva metodología
 (Porcentajes)



Fuente: DANE, encuesta continua de hogares (ECH).

Gráfico 25
Crecimiento anual del número de ocupados
y desocupados para las 13 principales ciudades
 (En miles)



Fuente: DANE, encuesta continua de hogares (ECH).

reciente flexibilización de las normas laborales aprobadas por el Congreso de la República. La encuesta de expectativas llevada a cabo por el Banco en enero pasado, en efecto, muestra un aumento del porcentaje de empresarios que piensa que van a aumentar o dejar igual su planta y una disminución de los que consideran que la van a reducir (Gráfico 26).

D. Inflación

Al finalizar 2002, la inflación anual al consumidor fue de 6,99%, 0,99 puntos porcentuales superior a la meta de inflación establecida por la JDBR para ese año, pero inferior a la de 2001 de 7,7%. Por su parte, en diciembre el promedio de las tres medidas de inflación básica calculadas por el Banco de la República fue de 5,6%, inferior a la meta mencionada. Este desfase debe atribuirse al comportamiento del precio de algunos alimentos, en particular el de la papa, por problemas de oferta. Al ex-

cluir este producto, la inflación total se situó ligeramente por encima de la meta a fines de 2002 (Gráfico 27).

Desde el mes de octubre de 2002, sin embargo, la inflación básica exhibe una tendencia al aumento (Gráfico 28). Debido a que la economía colombiana funciona desde hace varios años por debajo de su capacidad potencial, la reciente aceleración de la inflación básica debe atribuirse a presiones inflacionarias de costos asociadas, en alto grado, a los efectos de la devaluación sobre los precios de los bienes comerciables internacionalmente.

La importancia de la devaluación en el reciente repunte de los precios se advierte en la evolución de los precios de los bienes transables frente a los no transables. Tal como se aprecia en el Gráfico 29, en los primeros meses de 2003 los precios de los no transables disminuyeron, mientras que los de los transables continuaron aumentando como lo venían haciendo desde finales del año anterior. Los bienes que más contribuyeron a incrementar la inflación al consumidor fueron aquellos intensivos en insumos importados como las medicinas, la energía y el combustible, las joyas y los artículos de aseo personal (Cuadro 19). De otra parte, desde mediados de 2002 el IPP venía creciendo, impulsado por el de bienes importados, que en febrero exhibía una tasa anual de variación de 21,0% (Gráfico 30).

La reciente aceleración de la inflación básica, y el incumplimiento puntual de la meta en 2002, pueden llevar a un aumento en las expectativas de inflación. Ello, aunado a las presiones inflacionarias originadas en la devaluación y al

efecto transitorio de la extensión del IVA sobre el nivel de precios, podría comprometer el logro de las metas futuras de inflación. Por esta razón, la JDBR adoptó en el primer trimestre las acciones que consideró necesarias para asegurar que los precios sigan en una trayectoria compatible con el cumplimiento de las metas establecidas para la inflación de este y el próximo año, representadas por los rangos de 5% a 6% y de 3,5% a 5,5%, respectivamente. En el mes de enero, la JDBR incrementó en 100 pb las tasas de interés de intervención para controlar este fenómeno, y en el mes de febrero anunció su

Gráfico 26
Evolución de la planta de personal de las empresas en el corto y en el mediano plazo

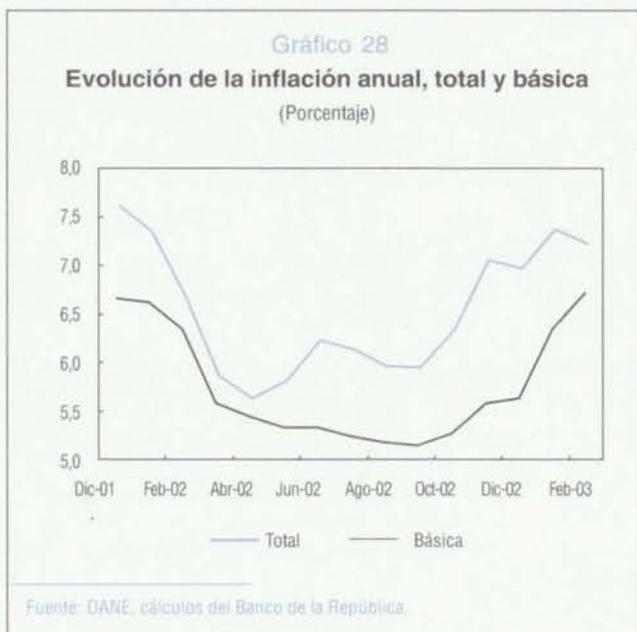


Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, Ene/03.

Gráfico 27
Inflación anual total y total sin el precio de la papa



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.



decisión de destinar hasta US\$1.000 m de reservas para controlar los ajustes excesivos del tipo de cambio.

E. Perspectivas fiscales para el año 2003

El Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) estableció para 2003 una meta de déficit fiscal consolidado de 2,5% del PIB, inferior en 1,1% del PIB respecto al valor observado en el año 2002 (Cuadro 20).

El éxito del programa de ajuste permitirá que las finanzas del Gobierno Nacional Central pasen de un déficit de 6,3% del PIB en 2002 a 4,7% del PIB al final del año 2003. De acuerdo con la programación actual, los ingresos aumentarán 16,0% y los pagos 5,7%, suponiendo la congelación de salarios y pensiones contemplada en la Ley del Referendo. Los ingresos tributarios registrarán un aumento de 18,2% siendo los de impuesto de renta, IVA externo e interno y gasolina los más dinámicos, con cre-

cimientos de 12,4%, 12,6%, 12,3% y 11,3%, respectivamente. Los ingresos adicionales derivados de la reforma tributaria para 2003 se estiman en 1,0% del PIB y las dos cuotas restantes del impuesto a la seguridad democrática generarán recursos por 0,5% del PIB (Cuadro 21).

En materia de gasto, se proyecta un crecimiento de 24,6% en intereses, de 12,1% en funcionamiento, y una caída de 2,6% en inversión. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales crecerán 1,7%, los gastos

generales 28,0% y las transferencias 13,4%. La expansión del rubro de gastos generales tiene origen en el fortalecimiento de las Fuerzas Militares y de Policía, para lo cual, se han asignado los recursos del impuesto al patrimonio, decretado el año anterior mediante el estado de comoción interior. El préstamo neto ascenderá a \$1.259 mm en 2003 de los cuales \$287 mm se destinarán al Metro de Medellín, \$324 mm a Corelca y \$173 mm al Fondo de Contingencias Territoriales.

Gráfico 30

Índice de precios del productor

(Variaciones porcentuales anuales)



Fuente: DANE y Banco de la República

Cuadro 19

Indicadores de inflación

(Variaciones porcentuales anuales)

	Dic-01	Mar-02	Jun-02	Sep-02	Dic-02	Feb-03
I. IPC	7,6	5,9	6,2	6,0	7,0	7,2
Alimentos	10,5	7,2	9,2	8,6	10,9	9,4
Vivienda	4,3	3,8	4,2	3,8	4,1	5,1
Vestuario	2,6	2,2	1,1	0,9	0,7	1,0
Salud	10,9	9,3	9,7	8,9	9,2	9,8
Educación	10,2	9,3	6,7	6,4	6,5	5,2
Cultura y esparcimiento	7,1	7,0	5,9	4,7	5,3	4,3
Transporte	8,9	5,8	5,0	5,1	5,9	8,7
Gastos varios	7,6	6,7	6,8	7,7	9,0	9,2
II. Inflación básica 1/	6,7	5,6	5,3	5,1	5,6	6,7
IPC sin alimentos	6,5	5,3	5,0	4,9	5,4	6,3
Núcleo 2/	7,4	6,0	5,8	5,6	6,2	7,4
IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos	6,1	5,4	5,1	5,0	5,3	6,3
III. IPP	6,9	3,6	2,9	6,8	9,3	11,1
Según uso o destino económico						
Consumo intermedio	5,8	2,9	1,2	6,2	9,9	13,3
Consumo final	8,5	4,3	4,6	6,3	7,3	6,5
Bienes de capital	5,7	2,4	2,8	10,8	15,6	19,4
Materiales de construcción	7,4	5,0	5,0	6,4	7,8	10,8
Según procedencia						
Producidos y consumidos	7,7	4,4	3,4	5,5	7,1	7,9
Importados	4,6	0,8	1,6	10,7	16,0	21,0
Exportados 3/	(7,9)	(7,1)	(2,4)	15,5	28,5	41,2
Según origen industrial (CIIU)						
Agricultura, silvicultura y pesca	7,6	2,4	2,1	6,8	9,2	7,1
Minería	(1,3)	1,7	2,1	22,4	33,3	49,4
Industria manufacturera	7,0	3,9	3,2	6,3	8,6	11,0

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

2/ 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.

3/ 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.

Cuadro 20
Déficit de operaciones efectivas 1/
Sector público consolidado

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2002	2003 (proy.)	2002	2002 (proy.)
Eléctrico	192,0	588,0	0,1	0,3
Emcali	108,0	167,0	0,1	0,1
EPM	270,0	423,0	0,1	0,2
FAEP	(390,0)	(622,0)	(0,2)	(0,3)
Ecopetrol	408,0	1.294,0	0,2	0,6
Telecom	267,0	4,0	0,1	0,0
Resto de entidades	656,0	1.460,0	0,3	0,7
Seguridad social	2.362,0	367,0	1,2	0,2
Regional y local	889,0	1.129,0	0,4	0,5
Fondo Nacional del Café	(168,0)	45,0	(0,1)	0,0
1. Subtotal sector descentralizado	4.594,0	4.855,0	2,2	2,2
2. Gobierno Nacional	(12.847,7)	(10.450,0)	(6,3)	(4,7)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(8.253,7)	(5.595,0)	(4,0)	(2,5)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	1.635,0	836,0	0,8	0,4
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	601,0	298,0	0,3	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.181,0)	(1.030,0)	(0,6)	(0,5)
E. Ajustes	(173,0)	0,0	(0,1)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(7.371,7)	(5.491,0)	(3,6)	(2,5)

(proy.) Proyectado.
1/ Déficit (-) o superávit (+).
Fuente: Comis.

La financiación del déficit del Gobierno Nacional provendrá de los recursos del crédito, la utilización del portafolio de la Tesorería General y del traslado de las utilidades del Banco de la República. El endeudamiento externo neto ascenderá a \$2.695 mm, producto de desembolsos por \$9.673 mm y amortizaciones por \$6.978 mm. Por su parte, el endeudamiento interno neto alcanzará \$4.453 mm, que se originan en desembolsos por \$12.673 mm y amortizaciones por \$8.220 mm. Las colocaciones de TES se proyecta en \$12.400 mm de los cuales \$5.500 mm se obtendrán a través de subastas y \$6.900 mm mediante inversiones convenidas y forzosas.

Cuadro 21
Operaciones efectivas
Gobierno Nacional Central
(Miles de millones de pesos)

	2002	2003 (proy.)	Crecimiento 2003/2002
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	30.344,0	35.195,0	16,0
A. Tributarios	27.086,7	32.024,0	18,2
Renta	10.626,4	11.943,0	12,4
IVA interno	7.363,7	8.266,0	12,3
IVA externo	3.264,8	3.675,0	12,6
Gravamen	2.083,5	2.191,0	5,2
Gasolina	976,6	1.087,0	11,3
Transacciones financieras	1.443,2	1.518,0	5,2
Seguridad democrática	1.240,7	1.195,0	(3,7)
Otros	87,8	56,0	(36,2)
Reforma tributaria	0,0	2.093,0	n.a.
B. No tributarios	306,8	160,0	(47,8)
C. Fondos especiales	315,9	334,0	5,7
D. Recursos de capital	2.523,6	2.567,0	1,7
Rendimientos financieros	553,7	662,0	19,6
Excedentes financieros	1.501,8	1.659,0	10,5
Otros	468,1	246,0	(47,4)
E. Ingresos causados	111,0	110,0	(0,9)
II. Gastos totales (A + B + C + D + E + F)	43.191,7	45.645,0	5,7
A. Intereses	7.902,4	9.844,0	24,6
Externos	3.621,5	4.556,0	25,8
Internos	4.280,9	5.288,0	23,5
B. Funcionamiento	29.335,4	32.892,0	12,1
Servicios personales	5.719,6	5.819,0	1,7
Gastos generales	1.982,1	2.537,0	28,0
Transferencias	21.633,7	24.536,0	13,4
C. Inversión	2.955,0	2.877,0	(2,6)
D. Préstamo neto	1.258,7	1.259,0	0,0
E. Deuda flotante	1.319,5	(1.648,0)	(224,9)
F. Indexación TES B denominados en UVR	420,7	421,0	0,1
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) 1/	(12.847,7)	(10.450,0)	(18,7)
Costo de reestructuración financiera	1.181,2	1.030,0	(12,8)
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	(14.028,9)	(11.480,0)	(18,2)
A. Crédito externo neto	(19,0)	2.695,0	(14.284,2)
Desembolsos	5.094,0	9.673,0	89,9
Amortizaciones	5.113,0	6.978,0	36,5
B. Crédito interno neto	6.563,0	4.453,0	(32,1)
Desembolsos	13.704,0	12.673,0	(7,5)
Amortizaciones	7.141,0	8.220,0	15,1
C. Utilidades del Banco de la República	1.226,0	1.481,4	21,3
D. Otros	6.258,9	2.850,6	(54,5)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(6,3)	(4,7)	

(proy) Proyectado.
n.a. No aplica.
1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.
Fuente: Confris.

IV. LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE COLOMBIA Y SU MANEJO RECIENTE

A. Las reservas internacionales en el manejo macroeconómico

Las reservas internacionales permiten amortiguar los choques externos al disminuir sus efectos negativos sobre la actividad económica y los ingresos de la población. Si no se contara con las reservas y se enfrentara un choque externo negativo sería necesario realizar un ajuste más fuerte que adaptara la economía a la menor capacidad de importar y permitiera generar los recursos necesarios para servir la deuda. Bajo un régimen de tasa de cambio fija o semi-fija, las autoridades tendrían que adoptar políticas para generar un superávit de la balanza de pagos, lo que llevaría a una disminución del gasto agregado y del producto, es decir, una contracción de la actividad económica.

Cuando el régimen de tasa de cambio es de libre flotación, buena parte del ajuste requerido tiene lugar a través de la devaluación del tipo de cambio. Pero si bien este ajuste del tipo de cambio contribuye a aumentar las exportaciones, también suele tener efectos recesivos sobre el producto. La devaluación aumenta los costos financieros y deteriora los balances del sector público y de las empresas privadas endeudadas en dólares, genera presiones inflacionarias, reduce los salarios reales, aumenta las tasas de interés nominales, y generalmente está acompañada de salidas de capitales. Las reservas internacionales permiten amortiguar todos estos efectos y lograr que el ajuste necesario de la tasa de cambio tenga lugar de un modo más gradual y con menores costos económicos y sociales.

En efecto, al proveer la liquidez internacional requerida ante reducciones drásticas en los flujos de financiamiento o caídas abruptas en las exportaciones, las reservas internacionales contribuyen a evitar la parálisis del aparato productivo, o el incremento desbordado en los costos de producción con los consiguientes efectos negativos sobre los precios y los salarios reales.

Las reservas internacionales también permiten enfrentar eventos como una catástrofe natural o una guerra que llegare a afectar las posibilidades de exportación del país, sin dejar de atender sus compromisos externos.

Las reservas internacionales amplían, además, el acceso al financiamiento externo. En condiciones de inestabilidad e incertidumbre las reservas se constituyen en la prenda de garantía para el endeudamiento. Los mercados financieros in-

ternacionales se caracterizan por adolecer de grandes deficiencias de información y ser muy susceptibles a cambios en las percepciones de riesgo sobre los mercados. En consecuencia, los capitales que los prestamistas extranjeros están dispuestos a invertir en economías pequeñas como la colombiana, exhiben una gran volatilidad. En ocasiones, estos préstamos pueden suspenderse abruptamente por períodos largos, cuando los inversionistas perciben que los países no van a atender sus compromisos externos o las condiciones de confianza se han deteriorado. Esto ocurre en situaciones en que enfrentan choques externos negativos, algunos de los cuales ni siquiera tienen que ver con la situación de sus propias economías ya que en estos mercados se presenta con frecuencia el fenómeno del "contagio".

En estas condiciones, las reservas internacionales constituyen una garantía de que la Nación está en capacidad de honrar sus deudas y sus compromisos de pago de corto plazo. Como resultado, cuando el nivel de reservas es mayor, el acceso a los mercados también es mayor. Por el contrario, si las reservas caen por debajo de un nivel que los prestamistas internacionales consideran "adecuado", los mercados se cierran y se incrementa la prima de riesgo país²³. Ese nivel varía con la evolución del entorno internacional, con el tamaño relativo de la deuda externa del país, con el perfil de las amortizaciones de la deuda, y con la fortaleza del crecimiento económico, entre otras variables.

Cuando una economía es pequeña, el nivel de reservas que acumula no depende exclusivamente de las decisiones de las autoridades. Las decisiones de los prestamistas sobre cuánto prestar y en qué condiciones también ejercen una influencia sobre la acumulación de reservas que el país pueda realizar en un período dado²⁴.

La decisión de las autoridades económicas sobre el nivel de reservas que debe poseer un país debe tener en cuenta los costos y beneficios de mantener reservas internacionales. El nivel adecuado de reservas es aquel que iguala dichos costos y beneficios. La política del manejo de las reservas, entonces, no solamente debe comparar el costo de oportunidad de las distintas alternativas en que puedan invertirse las reservas (como el consumo, la inversión

²³ Arellano y Mendoza (2002) muestran, sin embargo, que no todas las restricciones que los sistemas financieros internacionales imponen a los países para tener acceso a financiamiento externo se traducen en requerimientos de garantías. En algunos casos, las restricciones implican requisitos de generación de ingresos en bienes transables. En todo caso, los requerimientos de garantías representan sólo uno de los aspectos que justifican la acumulación de reservas, en "Credit frictions and 'Sudden Stops' in Small Open Economies: An Equilibrium Business-Cycle Framework for Emerging Market Crises", en *NBER*, Working Paper, No. W8880, abril.

²⁴ Al respecto, véase García, P. (1999). "Demand for Reserves under International Capital Mobility", en *Banco de Chile*, Documentos de Trabajo, No. 58, diciembre.

o el pago de la deuda) sino el costo para la economía de quedarse sin ese nivel adecuado de reservas. Llevar las reservas a niveles que no permitan contar con una garantía para enfrentar choques externos tiene un gran costo económico y social y puede conducir, incluso, a situaciones difíciles que cuestionen la propia viabilidad económica y política de los países, tal como lo ilustra la reciente experiencia de países como Argentina y Ecuador. En Colombia, la política de manejo de las reservas se basa en estos principios básicos.

B. El manejo reciente de las reservas internacionales

1. La estrategia del Banco de la República para el manejo de las reservas internacionales

El manejo de las reservas internacionales por parte del Banco de la República debe ser entendido como parte de una estrategia macroeconómica más general, desarrollada en coordinación con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con tres elementos centrales: 1) la aplicación de una política monetaria de inflación objetivo; 2) la permanencia de un régimen de tasa de cambio flotante, y c) la administración óptima de las reservas internacionales.

Estos tres componentes de la estrategia macroeconómica buscan garantizar la estabilidad de la economía como requisito fundamental para el crecimiento económico y el desarrollo social. La principal justificación para la selección de esta estrategia es su probada capacidad, como lo demuestra la experiencia internacional, para proveer a la economía de instrumentos adecuados para hacer frente a los choques externos y a las fluctuaciones domésticas, frente a otros instrumentos de política.

En particular, la estrategia de manejo de las reservas internacionales en Colombia tiene tres objetivos: a) *proteger* la economía contra posibles choques externos que pueden tener lugar sobre la cuenta corriente o sobre los flujos de capitales; b) 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 y c) garantizar la provisión *eficiente* de liquidez internacional cuando las condiciones ameriten utilizar parte de las reservas con ese propósito.

Para la implementación de esta estrategia, la JDBR ha definido un conjunto de instrumentos destinados a la acumulación o desacumulación de reservas internacionales, y al control de la volatilidad de la tasa de cambio. Así mismo, ha definido unos criterios para administrar las reservas internacionales del país,

como se explicará en la siguiente sección de este capítulo. Entre los primeros instrumentos se cuentan:

- *Acumulación de reservas internacionales.* Con el objetivo de acumular reservas internacionales, el Banco de la República tiene la posibilidad de convocar mensualmente la subasta de opciones de compra de reservas, por un monto que fija la JDBR. El plazo de las opciones cubre hasta el último día hábil del mes siguiente al cual se realiza la subasta. La condición de ejercicio de las opciones establece que la TRM sea inferior a su promedio de los últimos 20 días hábiles. Las opciones pueden ser ejercidas, parcial o totalmente en tanto esté activa la condición de ejercicio. La subasta debe convocarse como mínimo con un día hábil de anticipación.
- *Desacumulación de reservas internacionales.* De manera ocasional, el Banco de la República puede anunciar con al menos un día de anticipación una subasta de opciones de venta de reservas, por un monto fijado por la JDBR. El plazo de las opciones para desacumular reservas es de un mes a partir del día hábil siguiente a la subasta. Para el ejercicio de las opciones, parcial o total, se requiere que la TRM sea superior a su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles.
- *Control de la volatilidad de la tasa de cambio.* La convocatoria de estas subastas requiere que la TRM se encuentre 4% o más por debajo (venta de opciones de compra), o por encima (opciones de venta), respectivamente, de su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles. El cupo de estas subastas es establecido por la JDBR y actualmente es de US\$180 m. El plazo de las opciones es de un mes desde el día de la subasta. Las opciones se pueden ejercer cualquier día hábil durante su plazo, siempre y cuando se cumplan los criterios mencionados. Adicionalmente, se pueden realizar nuevas subastas para control de volatilidad aun si la totalidad de las opciones antes subastadas no se ha ejercido. El monto de estas nuevas subastas de volatilidad lo determina de manera discrecional el Banco de la República y se anuncia su convocatoria.

2. El nivel actual de las reservas internacionales y criterios de su administración

Las reservas internacionales netas totalizaron en diciembre de 2002, US\$10.840,5 m, US\$648,7 m superiores al saldo registrado en diciembre de 2001²⁵. El principal componente de las reservas internacionales lo constituye

²⁵ 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.

el portafolio de inversión, 90,6% del total de las mismas, o US\$9.825,7 m al finalizar 2002. El saldo está compuesto por: i) la posición de reservas en el FMI y los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$690,9 m; ii) los derechos especiales de giro (DEG), US\$154,8 m; iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US\$133,8 m, y iv) los depósitos a la orden y el efectivo en caja por US\$38,8 m. Así mismo, en diciembre de 2002 se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$3,6 m (Cuadro 22).

Los criterios de administración de las reservas internacionales establecidos por el Banco de la República son, en orden de importancia, seguridad, liquidez y rentabilidad. Conforme a estos criterios y con el objeto de velar por el

Cuadro 22
Principales componentes de las reservas internacionales
(Millones de dólares)

Descripción	Diciembre 2000	Participación %	Diciembre 2001	Participación %	Diciembre 2002	Participación %
Caja	30,0	0,3	30,3	0,3	38,8	0,4
Efectivo en caja	28,5	0,3	29,9	0,3	36,4	0,3
Depósitos a la orden	1,5	0,0	0,5	0,0	2,4	0,0
Inversiones	8.083,2	89,8	9.317,0	91,4	9.825,7	90,6
Portafolio directo	5.173,0	57,5	6.236,3	61,2	4.806,3	44,3
Portafolio en administración	2.910,2	32,3	3.080,7	30,2	5.019,5	46,3
Oro	89,4	1,0	90,6	0,9	112,1	1,0
Caja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Custodia	89,4	1,0	90,6	0,9	112,1	1,0
Fondo Monetario Internacional	508,1	5,6	495,9	4,9	542,0	5,0
Derechos especiales de giro	135,7	1,5	137,1	1,3	154,8	1,4
Posición de reservas	372,4	4,1	358,9	3,5	387,1	3,6
Fondo Latinoamericano de Reservas	285,8	3,2	309,1	3,0	323,8	3,0
Aportes	265,8	3,0	289,1	2,8	303,8	2,8
Pesos andinos	20,0	0,2	20,0	0,2	20,0	0,2
Convenios internacionales	9,7	0,1	2,2	0,0	1,7	0,0
Total reservas brutas	9.006,1	100,0	10.245,1	100,5	10.844,1	100,0
Pasivos a corto plazo	2,0	0,0	53,3	0,5	3,6	0,0
Convenios internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bancos del exterior	0,0	0,0	50,0	0,5	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
Causación y valuación de los pasivos	2,0	0,0	3,3	0,0	3,6	0,0
Total reservas netas	9.004,1	100,0	10.191,8	100,0	10.840,5	100,0

Fuente: Banco de la República

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.

De acuerdo con los lineamientos anteriores, una proporción del portafolio de inversión de las reservas internacionales es administrada por 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 especializado²⁶.

Del portafolio total de inversiones, el Banco de la República gestionaba directamente US\$4.806,2 m (48,9% del total del tramo de inversiones), incluido un capital de trabajo de US\$787,8 m al concluir 2002. Las firmas especializadas *Barclays Global Investors*, *JP Morgan Investment Management Inc.*, *Goldman Sachs Asset Management* y *Morgan Stanley Investments LP* administraban el restante 51,1%, o US\$5.019,5 m²⁷.

Durante el año 2002, el índice de referencia mediante el cual se evalúa la gestión de la porción administrada por *Barclays Global Investors* y *JP Morgan Investment Management Inc.*, registró un rendimiento de 9,82%. Sin embargo, ambos administradores lograron rendimientos superiores al 10% anual: *Barclays Global Investors* obtuvo 10,58% anual y la porción administrada por *JP Morgan Investment Management* rindió 10,07% anual. El índice de referencia para el portafolio administrado por *Goldman Sachs Asset Management* fue de 8,05% y su rendimiento efectivo fue de 8,76%. El administrador *Morgan Stanley Investment LP* registró durante los meses de noviembre y diciembre un rendimiento de 0,65% frente a 0,67% el índice de referencia para este mismo período. La porción del portafolio administrada directamente por el Banco de la República excluyendo, el capital de trabajo, registró un rendimiento durante el año 2002 de 7,54%, frente al rendimiento obtenido por el índice de referencia, mediante el cual se evalúa la gestión de esta porción de 7,58%²⁸. El capital de trabajo registró un rendimiento de 1,67%.

²⁶ 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.

²⁷ En octubre 31 de 2002 se delegó al nuevo administrador *Morgan Stanley Investments LP* US\$1.225 m, se incrementó el portafolio administrado por *Goldman Sachs Asset Management* en US\$625 m, se disminuyó el administrado por *JP Morgan Investment Management* en US\$118 m y se disminuyó el administrado por *Barclays Global Investors* en US\$110 m.

²⁸ 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

El riesgo crediticio para el total del portafolio de inversiones se concentra principalmente en el sector soberano, incluyendo corto y largo plazos, con un 73,3% del portafolio; la proporción restante se distribuye entre los demás sectores, así: 12,9% en el sector bancario, 5,6% en el corporativo y 8,2% en el supranacional. A diciembre de 2002, la distribución de este riesgo de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas fue la siguiente: el 33,0% "P-1", el 57,7% "AAA", el 5,4% "AA", el 0,3% "A" y el 3,6% en BIS²⁹. 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\$804,8 m, de los cuales US\$359,0 m se originaron en ingresos por causaciones y US\$445,8 m correspondieron a ganancias derivadas de la valuación a precios de mercado de las reservas internacionales. Las ganancias por valuación se originaron tanto por la evolución del euro, del yen y de los DEG frente al dólar, US\$260 m, como por la valorización de las inversiones en bonos resultante de la reducción de las tasas de interés y el incremento del precio del oro en los mercados internacionales, US\$185,8 m³⁰.

3. Evolución reciente de las reservas internacionales

En el Gráfico 31 se presenta la evolución de las reservas internacionales de Colombia entre 1985 y 2002. Tal como se aprecia allí, el país ha experimentado varios períodos de acumulación y desacumulación de reservas en los últimos 17 años, y particularmente, durante la década de los noventa. Entre 1998 y fines de 1999 se registró un período de desacumulación acelerada coincidente con la crisis rusa y asiática y con la defensa de la banda cambiaria. Desde entonces, el nivel de reservas ha aumentado gradualmente desde un nivel mínimo de US\$7.899,6 m en septiembre de 1999 a US\$10.840,5 m en diciembre de 2002.

gubernamentales de uno a cinco años. A diciembre 31 la duración promedio para el total del portafolio tramo de inversión era de 1,7 años y la composición cambiaria era 86% en dólares americanos, 11% en euros y 3% en yenes.

²⁹ *Standard & Poors, Moody's and Fitch Ratings*. La clasificación P-1 hace parte del sistema de calificaciones de *Moody's*, "Sistema de primer orden", el cual se utiliza para calificar la habilidad de los emisores en el cumplimiento de sus obligaciones de corto plazo (vencimiento original inferior a un año). En particular, la designación P-1 es otorgada a aquellos emisores que tienen la más alta probabilidad de repago.

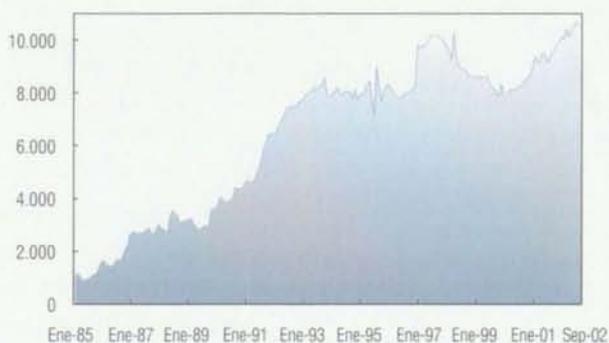
³⁰ El precio del oro *Good Delivery* (99,5% de pureza) en el mercado internacional (FIX A.M. de Londres) se elevó de US\$276,5/onzas a diciembre 31 de 2001 a US\$342,75/onzas en diciembre 31 de 2002.

Este proceso de acumulación de reservas internacionales estuvo enmarcado dentro de la estrategia global del Banco del manejo de las reservas del país que buscó disminuir la vulnerabilidad externa en este período en que ésta aumentó sensiblemente. En estos años, varios indicadores de la deuda del país sufrieron un fuerte deterioro como se aprecia en el Gráfico 32. La mayor vulnerabilidad externa del país se vio reflejada también en un aumento de la prima riesgo país en este período desde niveles por debajo de otros países latinoamericanos, hasta alcanzarlos (Gráfico 33).

Durante el año 2002, la acumulación total de reservas internacionales netas incluyendo valorizaciones, alcanzó US\$648,7 m, de los cuales los componentes más importantes fueron: US\$804,9 m de los rendimientos netos por rendimiento del portafolio de inversión de las reservas internacionales, US\$252 m de compras de divisas por ejercicio de opciones de acumulación de reservas. Al mismo tiempo se vendieron US\$414 m para control de volatilidad de la tasa de cambio.

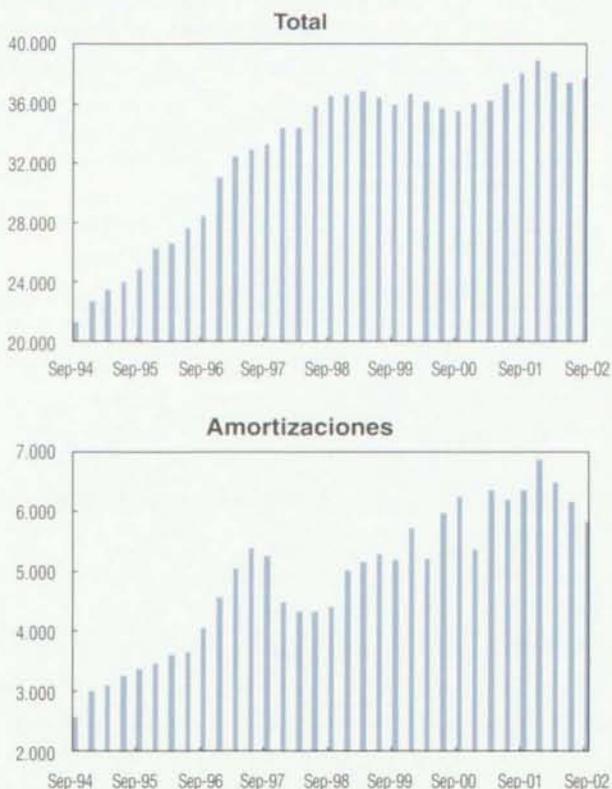
De acuerdo con la evolución descrita en el capítulo II de este Informe, referido al

Gráfico 31
Reservas brutas internacionales de Colombia, 1985-2002
(Millones de dólares)



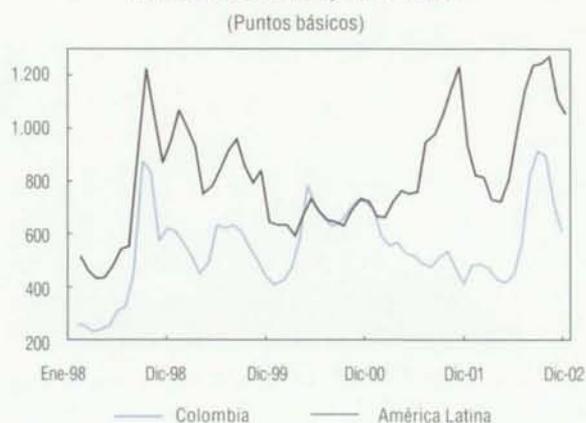
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 32
Deuda externa de Colombia, 1994-2002
(Millones de dólares)



Fuente: Cálculos del Banco de la República, con base en FMI.

Gráfico 33
Prima riesgo país de Colombia y otros países latinoamericanos, 1998-2002



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Bloomberg

comportamiento de la tasa de cambio nominal, entre enero y mayo de 2002 se realizaron subastas de opciones de venta de divisas para acumulación de reservas internacionales por US\$349,9 m, de los cuales se ejercieron US\$201,5 m (Cuadro 23). Solo hasta octubre, cuando se estabilizaron los mercados, se volvieron a ejercer opciones de venta de divisas al Banco, por valor de US\$ 50 m.

Debido al comportamiento del tipo de cambio, en los meses de julio, agosto y octubre, se

Cuadro 23
Subastas de opciones de venta de divisas al Banco de la República para acumulación de reservas internacionales (*)

Fecha de la subasta	Monto		Cupo	Prima de corte (Pesos/miles de dólares)	Monto ejercido (Millones de dólares)
	Presentado	Aprobado			
	(Millones de dólares)				
1999	924,5	200,0	200,0	4.000,0	200,0
2000	4.818,8	1.014,9	1.060,0	32.230,0	318,6
2001	3.242,0	834,9	835,0	67.660,0	629,2
2002					
Ene.	188,5	50,0	50,0	8.000,0	50,0
Feb.	211,5	49,9	50,0	10.000,0	1,5
Mar.	107,5	50,0	50,0	8.560,0	50,0
Abr.	277,8	100,0	100,0	8.300,0	100,0
May.	275,0	100,0	100,0	3.566,0	0,0
Jun.	388,0	100,0	100,0	6.010,0	0,0
Jul.	243,0	100,0	100,0	3.510,0	0,0
Ago.	102,5	50,0	50,0	650,0	0,0
Sep.	165,0	50,0	50,0	4.010,0	0,0
Oct.	133,5	50,0	50,0	2.586,0	50,0
Nov.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dic.	142,0	50,0	50,0	4.000,0	0,0
Acum. Dic/02	2.234,3	749,9	750,0	59.192,0	251,5

(*) La subasta de opciones se realiza el último día hábil del mes anterior.

Fuente: Banco de la República

realizaron tres subastas de opciones de compra de divisas al Banco de la República para control de la volatilidad del tipo de cambio, por US\$180,0 m cada una, de las cuales los intermediarios cambiarios ejercieron US\$414,0 m (Cuadro 24).

En los primeros meses del año 2003 el proceso de acelerada devaluación del peso continuó, a pesar de que en diciembre los mercados financieros volvieron a abrirse y el Gobierno colombiano completó su financiamiento externo para el año. La crisis política y económica de Venezuela continuó exacerbando el comportamiento cambiario y produjo nuevas presiones en los precios, haciendo que la inflación en enero se situara en el nivel más alto de los últimos cuatro años. Si bien, el comportamiento del tipo de cambio ha respondido al efecto de estos choques, este tiende a exhibir una excesiva volatilidad magnificándolos. Las repercusiones de la inestabilidad cambiaria son muchas, muy negativas, y tienden a reflejarse en los distintos precios de la economía, las tasas de interés y la inflación. Pueden conducir, además, a los agentes a adoptar decisiones erradas en materia de consumo, inversión y ahorro y, en este sentido, afectar también de manera indeseada el comportamiento económico en el más largo plazo.

Para tratar de suavizar estos efectos de los choques externos sobre las distintas variables económicas, entre ellas la inflación, el Banco de la República adoptó recientemente una medida que estaba contemplada dentro de las reglas de desacumulación de reservas internacionales diseñada por la JD BR. Fue así como se decidió destinar hasta US\$1.000 m de las reservas internacionales del

Cuadro 24

Subastas de opciones de compra de divisas al Banco de la República para control de volatilidad del tipo de cambio

Fecha de la subasta	Monto		Cupo	Prima de corte (Pesos/miles de dólares)	Monto ejercido (*)
	Presentado	Aprobado			
	(Millones de dólares)				
2002 Jul.	354	180	180	3.800	180
Ago.	453	180	180	4.220	110
Oct.	599	180	180	5.157	125
Nov.	0	0	0	0	0
Dic.	0	0	0	0	0
Acum. Dic/02	1.406	540	540	13.177	414

(*) Para su ejercicio, las opciones para control de volatilidad cuentan con un mes contado desde el día de la subasta. El Banco de la República puede convocar nuevas subastas aun si la totalidad de las opciones antes subastadas no se ha ejercido.

Fuente: Banco de la República.

país para intervenir en el mercado cambiario y, de esta manera, morigerar los efectos negativos sobre la economía de la excesiva inestabilidad del tipo de cambio.

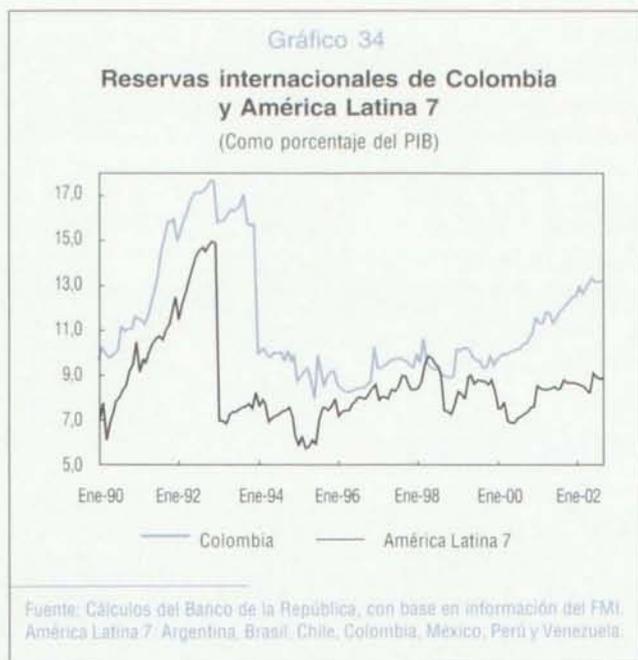
El Banco juega un papel suministrando liquidez al mercado cambiario para evitar sobreajustes en la tasa de cambio que puedan afectar el cumplimiento de las metas de inflación. Dado que la posición de reservas del país es buena en casi todos los indicadores de liquidez, como se analizará más adelante, se cuenta con un margen para efectuar esta desacumulación sin afectar negativamente la posición de liquidez del país, o enviar señales negativas a los inversionistas externos.

C. Indicadores de reservas y comparaciones con otros países

Otra forma de evaluar los niveles de reservas es comparando algunos indicadores de liquidez con los criterios que se aceptan a nivel internacional y estableciendo a partir de estos, los niveles "adecuados" para Colombia.

1. Reservas internacionales y PIB

La relación entre reservas internacionales y PIB permite realizar algunas comparaciones frente a otros países emergentes. Tal como se aprecia en el Cuadro 24, Colombia tenía en 2001 una relación de reservas / PIB superior a la de la mayoría de otros países de la región, con excepción hecha de Chile y Perú. Esto mismo se aprecia en el Gráfico 34 para el período de 1990-2002, en el que se presenta esta relación para Colombia y el promedio de las siete economías más grandes de la región.



La relación entre reservas internacionales y PIB permite realizar algunas comparaciones frente a otros países emergentes. Tal como se aprecia en el Cuadro 24, Colombia tenía en 2001 una relación de reservas / PIB superior a la de la mayoría de otros países de la región, con excepción hecha de Chile y Perú. Esto mismo se aprecia en el Gráfico 34 para el período de 1990-2002, en el que se presenta esta relación para Colombia y el promedio de las siete economías más grandes de la región.

Sin embargo, la comparación con el resto de países emergentes arroja resultados diferentes. La relación reservas / PIB que a principios de la década de los noventa era superior al promedio de los emergentes, a comienzos de 2000 ya no lo era. Esto mues-

tra que la acumulación de reservas en otras naciones fue superior a la de Colombia en este período (Cuadro 25).

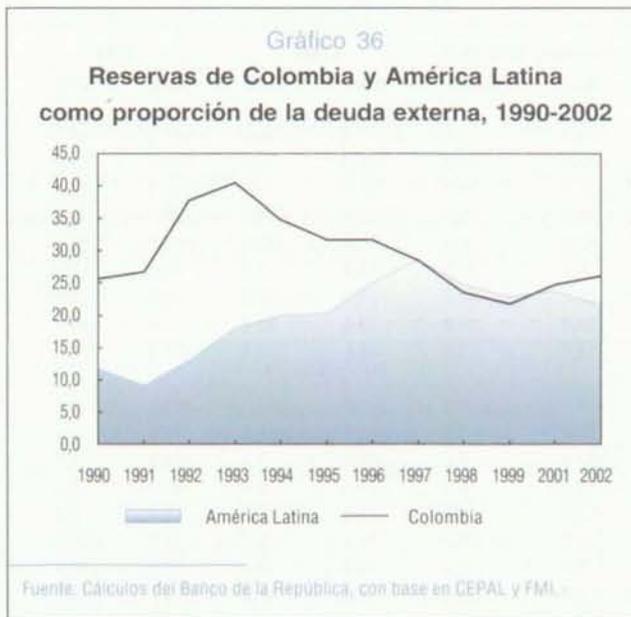
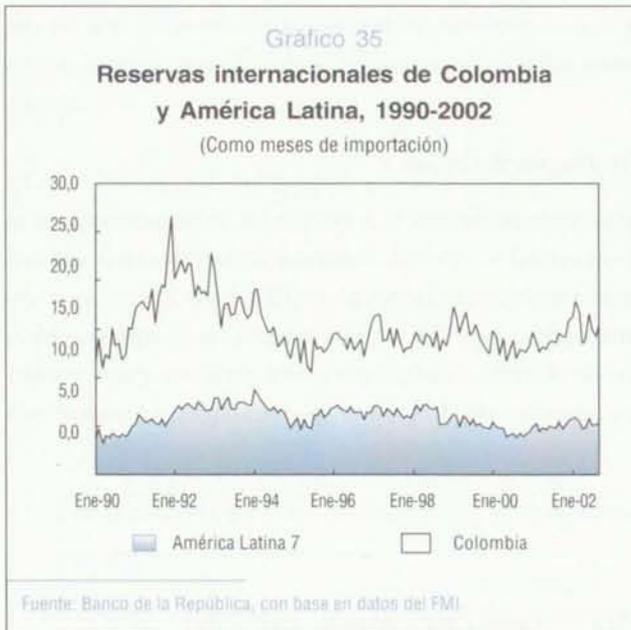
2. Reservas como meses de importación

Al finalizar 2002, Colombia tenía una relación de reservas a importaciones superior al criterio normalmente aceptado a nivel internacional de tres meses de importaciones (Gráfico 35). Esto también ocurría para el promedio de otros países latinoamericanos, cuyo indicador era de cinco meses de importación. Sin embargo, durante el período de 1990 a 2002, nuestro país se caracterizó por tener un nivel superior al promedio de los siete países más grandes del continente.

Cuadro 25
Reservas internacionales de países emergentes, 1990-2001
(Miles de millones de dólares)

	Promedio 1990-1994		Promedio 1995-1999		2000		2001	
	Nivel	% PIB	Nivel	% PIB	Nivel	% PIB	Nivel	% PIB
Países emergentes	490,2	9,3	943,3	13,9	1.206,4	16,6	1.321,7	18,2
Asia	298,8	15,3	553,3	19,2	728,3	22,8	807,6	25,3
China	34,5	7,4	127,0	14,4	168,9	15,6	216,3	18,7
Taiwán	83,3	41,3	92,3	33,3	107,4	34,7	122,8	43,5
Corea	18,3	5,6	42,6	10,4	96,2	20,8	102,8	24,3
Filipinas	4,0	7,4	9,5	12,5	13,4	17,9	13,8	19,3
Tailandia	21,1	18,7	32,7	22,7	32,1	26,3	32,5	28,3
Malasia	18,2	29,9	25,6	29,8	29,6	32,8	30,5	34,7
Indonesia	10,3	7,2	19,7	13,1	28,6	18,8	27,4	18,8
América Latina	84,0	6,3	154,7	8,3	155,6	8,0	158,2	8,3
Argentina	10,0	4,6	21,2	7,4	25,1	8,8	14,6	5,4
Brasil	21,3	4,7	47,4	6,6	31,5	5,3	35,8	7,1
México	15,6	4,5	25,7	6,6	35,5	6,1	44,8	7,2
Venezuela	9,7	17,5	11,9	13,7	13,6	11,2	9,7	7,7
Chile	9,1	20,1	15,3	20,0	14,7	19,7	14,2	21,4
Colombia	7,0	13,4	8,9	9,4	8,9	11,5	10,2	12,3
Perú	3,4	9,1	9,7	17,5	8,4	15,9	8,7	16,5
Países emergentes de Europa	31,2	3,8	101,2	10,0	132,8	13,8	145,4	14,5
Polonia	4,5	5,6	21,4	14,5	26,7	16,9	25,8	14,6
República Checa	5,1	13,2	12,3	22,4	13,0	25,4	14,4	25,3
Hungría	4,6	12,0	10,1	21,9	11,2	24,0	10,7	20,7
Turquía	6,4	4,1	18,3	9,6	22,7	11,2	19,0	12,8
Países emergentes de África	20,4	5,2	36,8	8,6	53,1	12,3	64,7	15,4
Suráfrica	1,4	1,1	4,1	2,9	6,4	5,0	6,3	5,6

Fuente: Tomado del *World Economic Outlook* del FMI



3. Reservas internacionales y deuda externa

La relación entre reservas internacionales y deuda externa es considerada un indicador de solvencia más que de liquidez. Su utilización para evaluar el nivel de las reservas se ha generalizado después de las crisis rusa y asiática y hace parte de los sistemas de alerta temprana para predecir una crisis³¹. Aunque no existe un criterio de referencia como con otros indicadores, su evolución en el tiempo es muy importante para llamar la atención sobre posibles problemas de vulnerabilidad que exhiban los países.

A comienzos de la década del noventa nuestro país tenía una relación reservas internacionales / deuda externa total mayor que la del promedio de los países más grandes de Latinoamérica. Esta situación cambió como consecuencia del rápido aumento de la deuda externa colombiana y la disminución de las reservas internacionales. Sin embargo, desde 2001, se ha venido re-

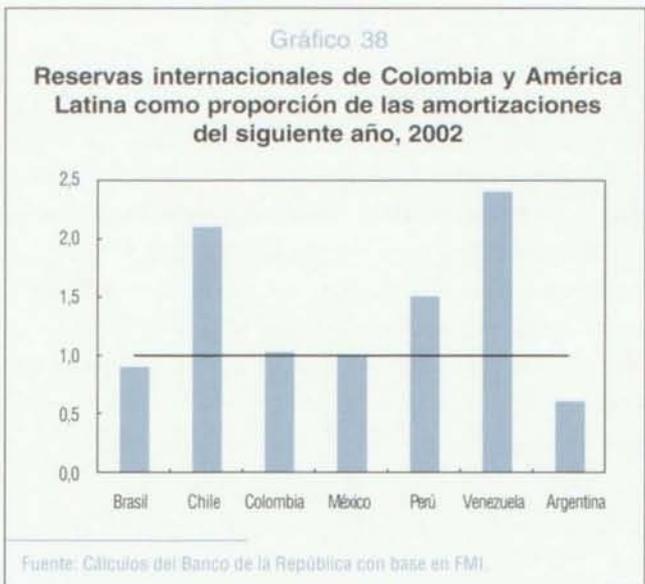
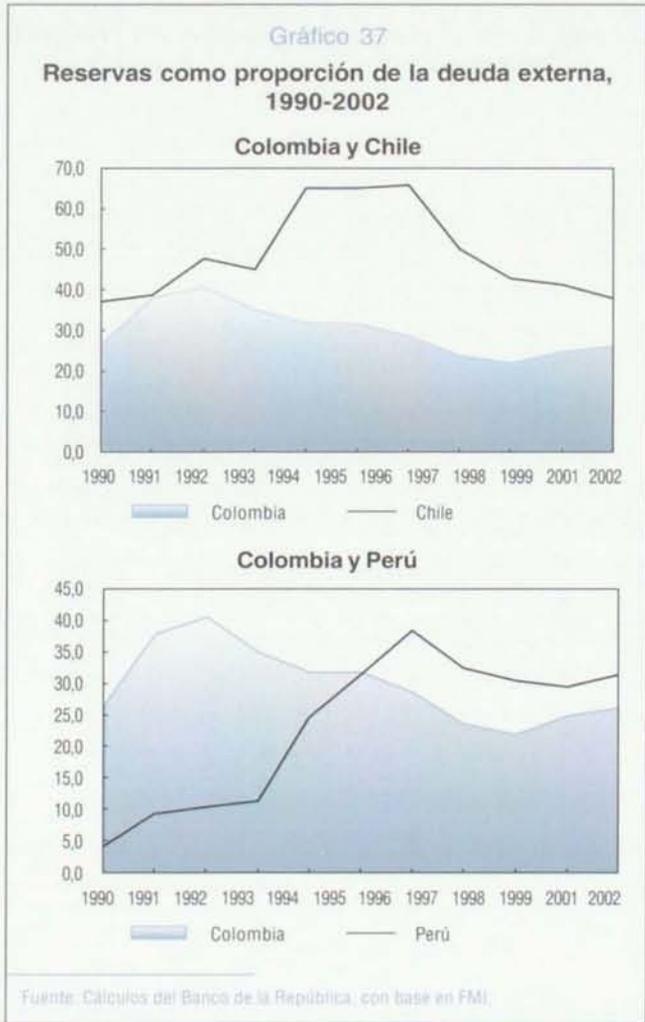
registrando una gradual mejoría del indicador para Colombia (Gráfico 36). Adicionalmente, al comparar el indicador de Colombia con el de países como Chile, nuestra posición era menos favorable. Así mismo, en los últimos años Perú alcanzó una mejor posición del indicador que Colombia (Gráfico 37).

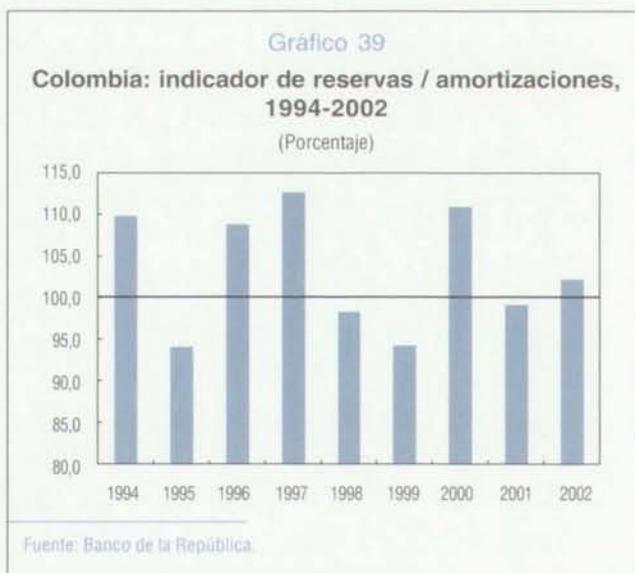
³¹ FMI (2000). "Debt and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability", en Policy Development and Review Department and Consultations with other Departments. *Fondo Monetario Internacional*, mayo.

En el Gráfico 38 se presenta una comparación del indicador reservas / amortizaciones del siguiente año para los países de mayor tamaño de América Latina. Este es el indicador más comunmente utilizado a nivel internacional para evaluar la liquidez de un país. El criterio de referencia es que debe ser igual o mayor que la unidad. Como se aprecia allí, en 2002 Brasil y Argentina no cumplían con el criterio que este indicador debe ser igual o mayor que uno. Otros países como Venezuela, Chile y Perú, se encontraban por encima del nivel que se ha considerado adecuado, mientras que Colombia y México tenían una relación muy cercana al criterio de referencia.

Por último, en el Gráfico 39 se presenta el indicador de reservas / amortizaciones para Colombia entre 1994 y 2002. Al comparar las reservas con las amortizaciones del siguiente año se encuentra que en 1995, 1998, 1999 y 2001 no se cumplió con el criterio de que el indicador sea mayor que la unidad, y en 2002 estuvo ligeramente por encima del nivel considerado adecuado.

En diciembre de 2002, las reservas internacionales de nuestro país alcanzaron





los US\$10.840,5 m, monto suficiente para cubrir las amortizaciones de la deuda que se vence en 2003 de US\$10.166 m y 25,7% superiores a las previstas para 2004 de US\$8.622 m.

En este sentido, la desacumulación prevista de reservas internacionales hasta por US\$1.000 m, el traslado de utilidades al Gobierno de US\$220 m y las acumulaciones por rendimiento de las reservas, de acuerdo con

las más recientes proyecciones, dejarían un nivel suficiente para que no se deteriore el indicador de reservas / amortizaciones, que de todas maneras se situaría por encima de la unidad.

V. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. Resultados en 2002

Los activos del Banco de la República totalizaron \$40.685,4 mm, con un crecimiento anual de \$8.810,9 mm (27,6%) (Cuadro 26). Esta variación se explica por: a) el aumento de las reservas internacionales, \$6.890,6 mm, derivado de la acumulación de reservas brutas por US\$599 m y la devaluación del peso frente al dólar; b) la mayor demanda de Repos y apoyos transitorios de liquidez de parte del sistema financiero, \$1.100,6 mm; c) el incremento de las inversiones por compra de TES, \$315,9 mm; d) la variación positiva de los otros activos, \$301,5 mm, determinada, principalmente, por la valorización de las obras de arte y cultura (\$135,4 mm) y del portafolio representativo de los recursos para pensiones (\$108,6 mm); e) el mayor valor de los aportes en organismos internacionales, \$198,2 mm, que corresponde al ajuste causado por el alza del tipo cambio peso-dólar; f) el incremento de las cuentas por cobrar, \$15,6 mm, y g) por el descenso en el saldo de la cartera de créditos, \$11,5 mm.

Los pasivos registraron un total de \$17.701,5 mm y el monto del patrimonio fue de \$22.984,0 mm, con un crecimiento anual de \$2.412,9 mm y de

Cuadro 26
Balance del Banco de la República - Resultados
(Miles de millones de pesos)

	2001		2002	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	31.874,5	100,0	40.685,4	100,0
Reservas internacionales brutas	23.634,5	74,1	30.525,0	75,0
Aportes en organismos internacionales	2.482,3	7,8	2.680,5	6,6
Inversiones	2.056,0	6,5	2.371,9	5,8
Sector público deuda consolidada	240,3	0,8	162,6	0,4
Sector público regulación monetaria	1.730,2	5,4	2.154,6	5,3
Bonos capitalización banca pública y otros	85,4	0,3	54,7	0,1
Cartera de créditos	141,7	0,4	130,2	0,3
Sector público Gobierno Nacional	3,4	0,0	3,1	0,0
Bancos	3,5	0,0	1,8	0,0
Corporaciones financieras	132,9	0,4	127,6	0,3
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros créditos	14,5	0,0	0,9	0,0
Provisiones	(12,6)		(3,2)	(0,0)
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	1.111,4	3,5	2.212,0	5,4
Cuentas por cobrar	94,3	0,3	110,0	0,3
Otros activos netos	2.354,3	7,4	2.655,8	6,5
Pasivo y patrimonio	31.874,5	100,0	40.685,4	100,0
Pasivo	15.288,6	48,0	17.701,5	43,5
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	123,0	0,4	10,2	0,0
Base monetaria	11.647,9	36,5	14.104,6	34,7
Billetes en circulación	9.990,8	31,3	12.013,0	29,5
Moneda de tesorería	357,7	1,1	349,7	0,9
Depósitos para encaje bancos	1.118,5	3,5	1.622,3	4,0
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	180,9	0,6	119,6	0,3
Otros depósitos	244,5	0,8	179,6	0,4
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	97,9	0,3	39,8	0,1
Obligaciones organismos internacionales	1.980,2	6,2	2.060,9	5,1
Pasivos por líneas externas	183,9	0,6	203,1	0,5
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	162,7	0,5	134,6	0,3
Repos de contracción	161,8	0,5	134,0	0,3
Certificados de cambio	0,0	0,0	0,0	0,0
Tit. en Div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J. D.	0,8	0,0	0,5	0,0
Otros	0,1	0,0	0,1	0,0
Cuentas por pagar	40,9	0,1	37,1	0,1
Otros pasivos	807,6	2,5	931,5	2,3
Patrimonio total	16.585,9	52,0	22.984,0	56,5
Capital	12,7	0,0	12,7	0,0
Reservas	321,2	1,0	311,6	0,8
Superávit patrimonial	14.172,1	44,5	19.593,3	48,2
Liquidación CEC	453,5	1,4	453,5	1,1
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	13.689,3	42,9	19.103,2	47,0
Otros	29,3	0,1	36,7	0,1
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	856,1	2,7	995,0	2,4
Resultados	1.223,8	3,8	2.071,3	5,1
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.223,8	3,8	2.071,3	5,1

Fuente: Banco de la República

\$6.398,1 mm, respectivamente. El mayor nivel de los pasivos se explica, principalmente, por el incremento de la base monetaria de \$2.456,7 mm (21,09%). El cambio patrimonial se originó en el ajuste cambiario peso-dólar de las reservas internacionales, \$5.413,8 mm, y en la contrapartida de la valorización de bienes, \$138,9 mm.

En el año 2002, el Banco de la República obtuvo utilidades por \$2.071,3 mm (Cuadro 27), producto de ingresos por \$2.827,2 mm y egresos de \$755,8 mm. Los ingresos, presentan un incremento de 52,2%, destacándose los siguientes: a) el rendimiento de las reservas internacionales por \$2.044,2 mm, que es el equivalente en pesos del rendimiento en dólares de US\$804,8 m, b) la valorización de los TES por operaciones de expansión monetaria, \$274,8 mm, c) la diferencia en cambio, \$259,9 mm³², d) las comisiones, \$117,7 mm, provenientes de la prestación de servicios bancarios y fiduciarios, y e) los intereses recibidos por la compra transitoria de títulos (Repos) y cupos de liquidez, \$48,1 mm. Por otra parte, dentro de los egresos se destacan: a) los gastos de personal, \$161,2 mm, b) la diferencia en cambio, \$139,3 mm³³, c) la remuneración de las cuentas de depósito, \$123,9 mm, d) las pensiones de jubilación, \$91,7 mm, y e) los gastos generales, \$43,9 mm³⁴. Cabe anotar que el crecimiento de los egresos, se explica principalmente por el aumento en las diferencias en cambio, en los costos y distribución de las especies monetarias, y en los pagos de pensiones de jubilación, debido al cambio en la fórmula para el cálculo del pasivo actuarial, por parte de la Superintendencia Bancaria. Los gastos de personal sólo aumentaron 5,5%, mientras que los gastos generales se redujeron 2,6%.

B. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, la JD BR dispuso distribuir en el presente año recursos por \$2.077,8 mm, originados en las utilidades obtenidas en el ejercicio de 2002 (\$2.071,3 mm), y en la utilización de parte de las reservas acumuladas para protección de activos, (\$6,5 mm). La asignación se hizo de la siguiente manera: a) reserva para fluctuación de monedas, \$588,1 mm³⁵, b) reserva para inversión neta en bienes para la

³² Corresponde a la valoración de activos denominados en M/E que no hacen parte de las reservas internacionales.

³³ Se refiere a la valoración de pasivos denominados en M/E que no afectan las reservas internacionales.

³⁴ Incluyen: servicios públicos, aseo, vigilancia, mantenimiento y reparaciones, transporte de especies monetarias, papelería, publicidad, etc.

³⁵ Corresponden a aquella parte de las utilidades generadas por diferencial cambiario entre el dólar y otras monedas de reserva.

Cuadro 27

Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 2001-2003

(Miles de millones de pesos)

	Ejecución		Variación	Proyección	Variación
	2001	2002	anual	2003	anual
	(a)	(b)	observada %	(d)	estimada %
			(c)	(e)	
I. Ingresos totales	1.857,5	2.827,2	52,2	1.044,1	(63,1)
1. Ingresos operacionales	1.839,7	2.809,5	52,7	1.036,4	(63,1)
Intereses y rendimientos	1.604,0	2.412,0	50,4	826,7	(65,7)
Reservas internacionales netas	1.105,7	2.044,2	84,9	497,9	(75,6)
Líneas externas	12,3	7,5	(39,2)	6,7	(10,8)
Valoración de TES "A" precios de mercado	37,0	20,3	(45,1)	6,9	(65,8)
Val. de TES por operaciones de expansión monetaria	297,8	274,8	(7,7)	252,1	(8,3)
TES Ley 546	7,3	6,6	(9,6)	5,2	(21,2)
Compra transitoria de títulos y cupos	66,0	48,1	(27,1)	49,9	3,7
Otros	77,9	10,5	(86,5)	7,9	(24,5)
Comisiones	96,2	117,7	22,3	125,4	6,6
Servicios bancarios y negocios fiduciarios	81,4	97,7	20,1	105,4	7,8
Manejo de divisas	10,3	13,5	31,2	20,1	48,8
Otros	4,5	6,4	42,9	0,0	(99,8)
Diferencias en cambio	56,8	259,9	357,9	49,6	(80,9)
Moneda emitida y metales preciosos	0,8	1,5	91,8	21,9	1.326,6
Otros	81,9	18,4	(77,6)	12,8	(30,4)
2. Ingresos no operacionales	17,8	17,7	(0,7)	7,7	(56,7)
II. Egresos totales	633,6	755,8	19,3	694,8	(8,1)
Intereses y rendimientos	227,9	179,1	(21,4)	164,4	(8,2)
Cuentas de depósito	180,4	123,9	(31,3)	124,9	0,8
Venta transitoria de títulos	18,3	19,3	5,4	4,9	(74,6)
Líneas externas, títulos canjeables y otros	9,9	9,6	(3,0)	9,4	(2,0)
Gastos en Admón. de reservas internacionales	19,3	26,2	36,3	25,2	(4,0)
Comisiones y honorarios	8,1	2,7	(67,2)	2,7	0,0
Diferencias en cambio	31,3	139,3	344,8	23,5	(83,1)
Organismos internacionales	5,0	26,6	431,7	5,3	(79,9)
Líneas externas	12,8	52,8	311,7	7,7	(85,4)
Otros	13,5	60,0	344,1	10,5	(82,6)
Costo de emisión especies monetarias	34,5	58,7	69,9	122,7	109,0
Gastos de personal	152,8	161,2	5,5	170,2	5,6
Pensiones de jubilación	62,9	91,7	45,8	93,2	1,6
Gastos generales	45,0	43,9	(2,6)	46,3	5,5
Impuestos	2,9	3,2	11,3	3,8	16,0
Seguros	5,3	7,9	48,3	11,6	47,5
Contribuciones Superintendencia Bancaria, Cemla y otras	2,4	3,3	40,0	3,8	15,4
Gastos culturales	5,7	6,3	11,3	7,0	11,8
Provisiones, depreciaciones y amortizaciones	34,0	38,6	13,7	36,6	(5,1)
Egresos operacionales y no operacionales	20,8	20,0	(3,7)	9,0	(55,2)
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio	1.223,9	2.071,3	69,2	349,3	(83,1)

(c) = (b) / (a); (e) = (d) / (b).

Nota: del 2001 a 2003 se creó el rubro gastos en administración de reservas internacionales y se adicionó el transporte y empaque al costo de especies monetarias.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 28
Distribución de utilidades y utilización
de reservas del Banco de la República, 2002
(Miles de millones de pesos)

Recursos por distribuir	2.077,8
Utilidades 2002	2.071,3
Utilización reserva para protección de activos	6,5
Asignación	2.077,8
Gobierno Nacional	1.481,4
Reserva para fluctuación de moneda	588,1
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	8,3

Fuente: Banco de la República.

actividad cultural, \$8,3 mm, y c) el remanente, para el Gobierno Nacional, \$1.481,4 mm (Cuadro 28).

Con relación a la reserva para estabilización monetaria y cambiaria que actualmente no presenta saldo, la Junta no constituyó reserva alguna, puesto que no se prevén pérdidas para los próximos dos años. Finalmente, dado que en 2002 no se registraron pér-

didas por operaciones de divisas de compra y venta diaria, la JDBR no modificó la reserva de resultados cambiarios.

C. Proyección de ingresos y gastos para el año 2003

Para el presente año se estiman ingresos totales de \$1.044,1 mm y egresos de \$694,8 mm, por lo cual se proyectan utilidades de \$349,3 mm. La principal fuente de ingresos serían los intereses y rendimientos de las reservas internacionales y el portafolio de TES adquiridos por el Banco de la República, sumas que se elevarían a \$497,9 mm y \$252,1 mm, respectivamente. La disminución de los rendimientos de las reservas internacionales, frente a períodos anteriores, se explica por dos factores: i) el menor nivel de las tasas de interés del mercado internacional, que reduce el rendimiento corriente de las reservas, y ii) las expectativas de un alza en dichas tasas en el curso del presente año, fenómeno que provocaría una desvalorización del portafolio de reservas, afectando negativamente su rendimiento. Adicionalmente, el cálculo de los rendimientos de las reservas internacionales no incorpora posibles efectos por variación en las tasas de cambio de las monedas del portafolio de reservas³⁶. Por lo tanto, su rendimiento está sujeto a las incertidumbres sobre el comportamiento de las tasas de cambio del dólar frente al euro y al yen.

En cuanto a los egresos, se proyecta un total de pagos de \$694,8 mm, con una disminución de 8,1%. En particular, se destaca el descenso proyectado en el

³⁶ El cálculo del rendimiento de las reservas internacionales se realizó con información observada hasta febrero 28 de 2003. Por lo tanto, incluye la variación de tipos de cambio en el primer bimestre del año.

pago de intereses y rendimientos, 8,2%, y de las diferencias en cambio, 83,1%³⁷, mientras que los gastos generales y de personal crecerían 5,5% y 5,6%, respectivamente. El Banco de la República hará los ajustes necesarios en su presupuesto para dar pleno cumplimiento a las normas sobre austeridad del gasto presentes en el referendo.

³⁷ El costo de emisión y de distribución de las especies monetarias presentaría un aumento de 109,0% por nuevas contrataciones para distribución de moneda para las sucursales de Cali, Barranquilla y Medellín.