

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I. INTRODUCCIÓN

El Informe que se presenta al Honorable Congreso de la República examina en detalle el desempeño económico reciente y la política macroeconómica ejecutada en el año 2001. La inflación anual, medida por el índice de precios al consumidor (IPC), se situó en ese año en 7,65%, ligeramente por debajo de la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en coordinación con el Gobierno. La cuenta corriente de la balanza de pagos se tornó deficitaria en 2001, después de registrar equilibrio en el año 2000, como consecuencia del crecimiento de las importaciones, de la caída en los volúmenes exportados de petróleo y de los menores precios internacionales del café. A pesar de un aumento significativo de la ocupación a lo largo del año, el desempleo continúa siendo el problema más grave de la economía colombiana.

En el capítulo II de este Informe se analiza el desempeño de las principales variables macroeconómicas en el año 2001. La economía colombiana registró una tasa baja de crecimiento y una pérdida de dinamismo frente al año 2000. Este fenómeno se asocia con el bajo crecimiento de la demanda, vinculado con factores externos como el desempeño de la economía mundial y la caída en los términos de intercambio, que también afectó a otros países de América Latina. Los menores precios del café tuvieron un efecto importante en la reducción de la demanda agregada. A su vez, la menor demanda fue también consecuencia de factores internos como el persistente desempleo. Por el lado de la oferta, la economía enfrentó choques como la reducción en la producción petrolera y agropecuaria, consecuencia de la violencia y del inicio del ciclo de retención ganadera. La violencia guerrillera y paramilitar desestimuló la inversión y deterioró la infraestructura; obligó, igualmente, a desviar recursos públicos y privados hacia los sectores de defensa y seguridad y propició salidas de capital y de personas calificadas del país.

Este Informe contiene, como es tradicional, una descripción detallada de la política macroeconómica en el año 2001, en los campos monetario,

cambiario, financiero y fiscal. Como se explicará en el capítulo III, el manejo de la política monetaria buscó apoyar el mayor crecimiento posible de la economía sin perjuicio de su compromiso con la meta de inflación. En lo que se refiere a la situación cambiaria, durante 2001 se presentaron oscilaciones significativas. Mientras que en el primer semestre se registró una depreciación del peso, en el segundo la tendencia fue a la revaluación. Aún así, la tasa de cambio fue en promedio superior en 10,2% a la del año 2000. El comportamiento cambiario se afectó por el importante endeudamiento externo del sector público, que no sólo permitió financiar el déficit fiscal sino también garantizar en alto grado el financiamiento requerido para el año 2002.

Los principales indicadores del sistema financiero continuaron mejorando. Sin embargo, aún persisten problemas, especialmente en lo que se refiere a la banca hipotecaria, cuya cartera presentó un nuevo deterioro a lo largo de 2001. No obstante, hacia finales del año se llevó a cabo un proceso de capitalización con apoyo de Fogafin.

Uno de los principales temas de preocupación sobre la situación macroeconómica ha sido, desde hace varios años, el desequilibrio fiscal. En 2001 se emprendieron varias acciones que contribuirán a que éste continúe disminuyendo en el futuro, como el Acto Legislativo 01 y la Ley 715. Además, se comenzó a aplicar la Ley 617 de 2000. Si bien estas medidas implicarán un ahorro fiscal, aún debe hacerse un esfuerzo adicional en este campo. Como consecuencia del persistente desequilibrio en las finanzas públicas que todavía tiene el país, principalmente en cabeza del Gobierno Central, el endeudamiento público continuó aumentando aunque a un menor ritmo y, de no persistir en este esfuerzo podría convertirse en un obstáculo para el adecuado manejo macroeconómico en el corto plazo y para el crecimiento de la economía en el largo plazo. Dentro de esta perspectiva, en el capítulo IV del Informe se analiza el tema del déficit fiscal y la sostenibilidad de la deuda pública.

En el capítulo V se presentan las perspectivas macroeconómicas para el año 2002, en lo relacionado con la inflación, la balanza de pagos, el crecimiento económico y el déficit fiscal. Como se detalla, la inflación seguirá reduciéndose gradualmente como respuesta al manejo adecuado de la política monetaria, lo cual reafirma la confianza de la JDBR en el cumplimiento de la meta del 6%, establecida para el presente año. Se espera que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos para el año 2002 sea de 3,1% del producto interno bruto (PIB), como resultado de la reducción en las exportaciones de bienes de 1,8% y del aumento de las importaciones de bienes de 3,9%. Por su parte, el débil crecimiento del producto del año 2001 y el difícil entorno internacional condujeron a que el Ministerio de

Hacienda y Crédito Público revisara los pronósticos para 2002. Las nuevas proyecciones del Gobierno arrojan un crecimiento de la economía entre 2,5% y 3,0%. El déficit del sector público consolidado se ubicaría alrededor de 2,6% del PIB al finalizar el año, con un ajuste cercano a 0,7% del PIB respecto al tamaño del déficit observado en 2001.

El Informe finaliza con la presentación de la evolución de las reservas internacionales y la situación financiera del Banco de la República. En el presente año se espera un rendimiento menor de las reservas internacionales del país y una reducción significativa en las utilidades del Banco de la República, por efecto de las bajas tasas de interés.

II. DESEMPEÑO MACROECONÓMICO RECIENTE

La tasa de inflación anual, medida por el IPC, continuó descendiendo de forma gradual durante el año 2001, ubicándose al final del mismo en 7,65% por debajo de la meta de 8,0% fijada por la JDBR para ese año.

De acuerdo con los cálculos más recientes del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el crecimiento del PIB real en Colombia en el año 2001 fue de 1,57%. Fenómeno similar ocurrió en el resto de economías latinoamericanas de mayor tamaño. Según las cifras reveladas por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), el crecimiento real de la región fue de 0,5%. Países del área como México y Perú no crecieron, mientras Argentina se encuentra en medio de una profunda recesión económica. Además, se calcula que Brasil registró un crecimiento positivo del 2% y, según el último dato revelado por el Banco Central, el PIB real de Chile, el país de América Latina de mayor crecimiento en las últimas décadas, creció 2,9%. En todos los países las cifras preliminares del comportamiento económico en 2001 son significativamente menores que las esperadas un año antes y han llevado a revisiones hacia abajo en el crecimiento del PIB proyectado para 2002.

La coincidencia de fuertes caídas en el crecimiento del producto en países con economías tan diferentes desde el punto de vista económico y geográfico sugiere que, en parte, las causas del pobre desempeño económico latinoamericano en el año 2001 tienen origen externo. Entre éstas, las más relevantes son las siguientes:

- La fuerte desaceleración de la economía de los Estados Unidos, que redujo la demanda de bienes y servicios provenientes tanto de América Latina como de Asia. Ello afectó negativamente el crecimiento del PIB de países como México, con casi el 80,0% de las exportaciones dirigidas

al mercado norteamericano, o Chile, con más del 30,0% de sus exportaciones orientadas al mercado asiático. En Colombia, el efecto fue especialmente fuerte sobre la producción industrial y algunos bienes agrícolas, los cuales en los últimos años habían aumentado de manera significativa sus ventas al mercado americano.

- El deterioro de las condiciones externas que se reflejó en una caída de los precios internacionales del petróleo, en cerca de 30,0% frente al nivel más alto observado en el último trimestre del año 2000, afectando negativamente el ingreso nacional y la situación fiscal de Venezuela, México, Ecuador y Colombia.
- El deterioro generalizado en los precios de los productos básicos originado principalmente en la recesión internacional. Además, influyeron factores específicos de cada mercado. Los precios internacionales del café han caído fuertemente comparados con los valores promedio observados en la década anterior, como consecuencia del aumento de la producción del grano proveniente de Brasil y Vietnam que ha afectado negativamente las economías de Colombia y algunos países centroamericanos. De igual manera, los precios del cobre han caído, con efecto negativo sobre la economía chilena, y la demanda de carne se ha reducido a nivel mundial por la incidencia de enfermedades del ganado vacuno, contribuyendo a profundizar la recesión de la economía argentina.
- Las menores entradas de capital extranjero que en el pasado exhibían un comportamiento contracíclico al aumentarse cuando estas economías se debilitaban, y viceversa. Sin embargo, ello ya no ocurre de esta forma. Según estimaciones recientes realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), la inversión extranjera directa en América Latina disminuyó en 2001. Esto se originó en los eventos del 11 de septiembre, así como en la menor demanda de productos elaborados por las empresas multinacionales y en el deterioro de la situación financiera de algunas compañías. La inversión de portafolio y el acceso al crédito externo también se han reducido sin que esto se haya compensado con menores costos por la caída en las tasas de interés de largo plazo de la economía de los Estados Unidos.

Los efectos negativos de los choques externos se amplificaron en los países por causas internas. En Colombia, como se verá más adelante, los choques externos coincidieron con un deterioro creciente de la situación de orden público, un alto nivel de desempleo, un importante endeudamiento del sector privado, una deuda pública creciente y una fuerte percepción de riesgo del sistema financiero. Todo esto ha debilitado el clima de inversión

privada (nacional y extranjera) y dificultado la implementación de una política fiscal anticíclica. Al mismo tiempo, este entorno ha generado temor al gasto por parte de los hogares y disminuido la eficiencia de la política monetaria como mecanismo reactivador de la economía en el corto plazo. Así se explica también el bajo crecimiento de la capacidad productiva potencial de la economía colombiana.

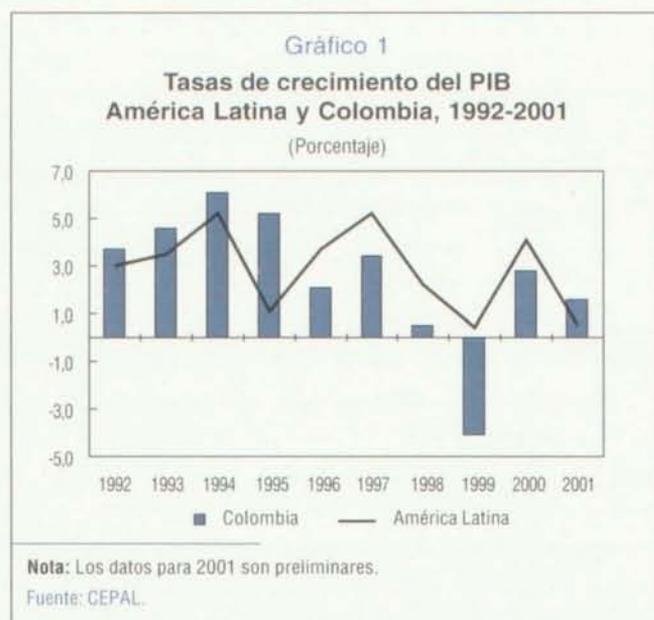
A. Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

El crecimiento anual del PIB real colombiano en 2001 se estima en 1,57%, inferior al 2,8% registrado en el año 2000, mostrando un debilitamiento en el proceso de recuperación de la economía luego de la recesión experimentada en 1999. Lo sucedido en Colombia es semejante a lo que ocurrió en otros países de América Latina, evidencia de que existen choques externos comunes que afectan a todos los países de la región (Gráfico 1).

a. Análisis de demanda

Por el lado de la demanda, la de origen externo fue el componente más dinámico, con un crecimiento anual del 7,03%¹ (Cuadro 1). El crecimiento de este agregado fue mayor que el del año 2000, a pesar de la desaceleración de la demanda proveniente de los Estados Unidos, acentuada por los acontecimientos del 11 de septiembre pasado.



Como lo revelan las cifras de exportaciones por trimestres, buena parte de la pérdida por dichos acontecimientos se recuperó en el último trimestre del año, mostrando un carácter transitorio de este choque negativo. Adicionalmente, la desaceleración de los Estados Unidos fue parcialmente compensada con un dinamismo de las economías de Ecuador y Venezuela a lo largo de todo el año.

¹ Al momento de llevar este Informe a imprenta, el DANE no había publicado la información del PIB en lo referente a la demanda y por lo tanto, este análisis se basa en cifras proyectadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Cuadro 1
Crecimiento anual del PIB desde el punto de vista de la demanda
(Variación porcentual)

	2000 (pr)					2001 (pr)				
	I	II	III	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual
Producto interno bruto	1,82	3,10	3,39	2,95	2,81	1,72	1,89	1,04	1,62	1,57
Importaciones totales	3,65	6,60	8,80	3,89	5,69	10,91	21,02	13,47	6,02	12,77
Total oferta final	2,09	3,60	4,17	3,09	3,24	3,10	4,71	2,92	2,28	3,25
Consumo final	1,81	1,19	1,04	0,13	1,03	1,31	1,30	1,00	2,20	1,45
Hogares	1,90	1,95	1,66	0,67	1,54	1,76	1,51	0,87	2,02	1,54
No durables	2,35	1,34	2,28	(0,28)	1,41	0,29	(0,63)	(3,92)	(1,44)	(1,43)
Semidurables	4,17	7,66	8,51	10,53	7,73	6,53	6,37	6,01	7,18	6,53
Servicios	0,51	1,49	2,22	1,53	1,44	2,51	2,66	2,99	3,21	2,85
Durables	11,95	14,41	6,82	7,51	10,04	7,41	4,39	5,85	9,24	6,76
Gobierno	1,40	(2,08)	(1,63)	(2,21)	(1,15)	(0,70)	0,39	1,58	2,96	1,07
Formación bruta de capital	1,19	21,81	24,22	15,05	14,93	8,80	15,76	8,42	0,39	8,85
Formación bruta de capital fijo	(11,00)	(1,11)	3,74	9,17	(0,24)	4,19	11,04	10,81	8,64	8,69
Maquinaria y equipo	(15,16)	(4,79)	13,69	18,41	1,94	17,42	36,20	19,22	(1,77)	17,05
Equipo de transporte	(5,75)	10,14	3,79	0,15	1,89	30,73	33,07	43,27	50,25	38,98
Edificaciones	(21,03)	(7,42)	7,86	11,17	(3,48)	7,29	10,18	7,95	17,13	10,76
Obras civiles	(0,56)	3,79	(4,98)	4,21	0,58	(12,70)	(9,69)	0,49	5,31	(4,31)
Subtotal: demanda final interna	1,72	3,67	3,89	2,03	2,82	2,37	3,61	2,15	1,94	2,51
Exportaciones totales	4,13	3,23	5,65	8,71	5,45	6,96	10,56	6,84	4,01	7,03
Total demanda final	2,09	3,60	4,17	3,09	3,24	3,10	4,71	2,92	2,28	3,25

(pr) Preliminar.
Fuente: DANE (2000-I al 2001-III) y Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2001-IV y anual 2001).

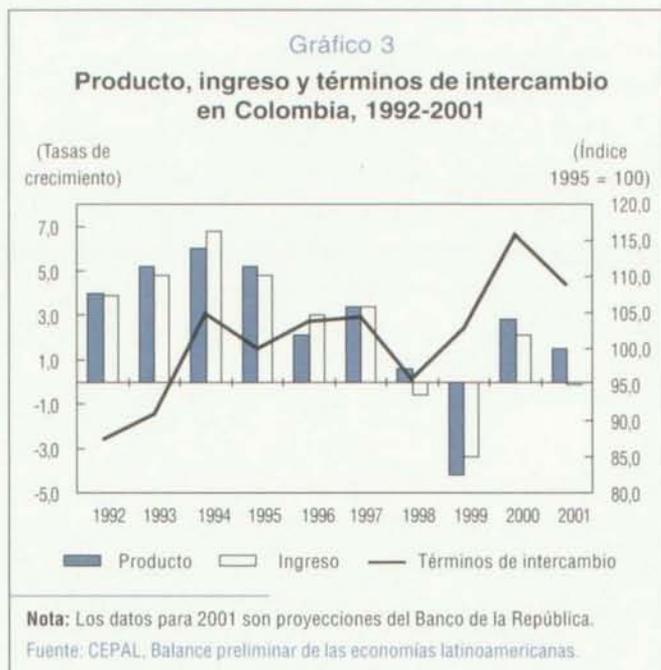
Por su parte, el crecimiento de la demanda interna siguió siendo bajo (2,51%), como consecuencia del escaso ritmo de crecimiento del consumo final (1,45%) que aún no ha logrado recuperarse a pesar de que han transcurrido dos años desde la peor recesión de la economía colombiana desde que existen estadísticas. Por el contrario, el consumo público aumentó su ritmo de crecimiento, fenómeno asociado con un mayor gasto público en los dos últimos trimestres del año.

El menor crecimiento anual en el consumo de los hogares fue, exclusivamente, resultado de la contracción del de bienes no durables, concretamente del de alimentos y bebidas. La marcada desaceleración del de bienes no durables es un fenómeno que se viene observando desde finales del año 2000; contrasta con el buen ritmo que han exhibido los otros componentes de esta variable, en especial el de durables y semidurables, y con las importaciones de bienes de consumo duradero (con un crecimiento anual de 13,5%).

Es difícil explicar este tipo de comportamiento del consumo. Sin embargo, el bajo crecimiento de bienes no durables -el que más pesa en estas tendencias- tiene que ver con varios factores. En primer lugar, el deterioro de los términos de intercambio tuvo un impacto negativo sobre la evolución del ingreso nacional, particularmente notorio en el ingreso del sector cafetero. En segundo lugar, la mayor tributación disminuyó el ingreso disponible de los hogares. En tercer lugar, mientras que los salarios reales del sector formal de la economía se incrementaban, los salarios del sector informal se reducían, lo cual generó un aumento en el consumo de bienes durables y una disminución en el de los no durables. Por último, la alta incidencia del desempleo, hizo a las familias más cautelosas al consumir, dada la incertidumbre que persiste sobre sus ingresos futuros.



En el Gráfico 2 se observa que el deterioro de los términos de intercambio que enfrentó Colombia el año anterior fue aún más fuerte que el promedio de América Latina. Como consecuencia de esto y de las transferencias que el país realiza al resto del mundo por concepto de intereses sobre la deuda y remisión de utilidades de empresas petroleras extranjeras, el ingreso no sólo creció menos que el producto, sino que decreció en 2001, según estimativos que se presentan en el Gráfico 3.



La caída en el ingreso generada por el deterioro de los términos de intercambio fue particularmente

fuerte en el sector cafetero. A pesar de un aumento en la producción del grano, el choque negativo de los precios internacionales incidió de manera importante sobre los ingresos de los productores y se transmitió en alto grado al precio interno, con todo y el subsidio otorgado por el Gobierno Nacional desde octubre pasado (Gráfico 4).

La reforma tributaria aprobada a fines de 2000 aumentó la tributación de las empresas y los hogares y disminuyó el ingreso disponible. Podría señalarse que una de sus principales consecuencias fue el estancamiento del PIB privado en el año 2001, como se observa en el Gráfico 5. El efecto contraccionista de los mayores impuestos, sin embargo, se compensó parcialmente con una mayor expansión del PIB público a través de más gasto, sobre todo hacia finales del año. Sin embargo, esto no se tradujo en una mayor actividad económica total, puesto que el producto sigue más de cerca el comportamiento de la actividad privada. Lo anterior revela además que la política fiscal fue poco efectiva como mecanismo reactivador de la economía.

Por su parte, el aumento sustancial del consumo de bienes durables y semidurables, puede explicarse porque sus precios relativos han tendido a reducirse como consecuencia del bajo ritmo de devaluación del tipo de cambio. La mayoría de estos bienes son importados o compiten con importaciones de otros países y, por lo tanto, sus precios dependen del tipo de

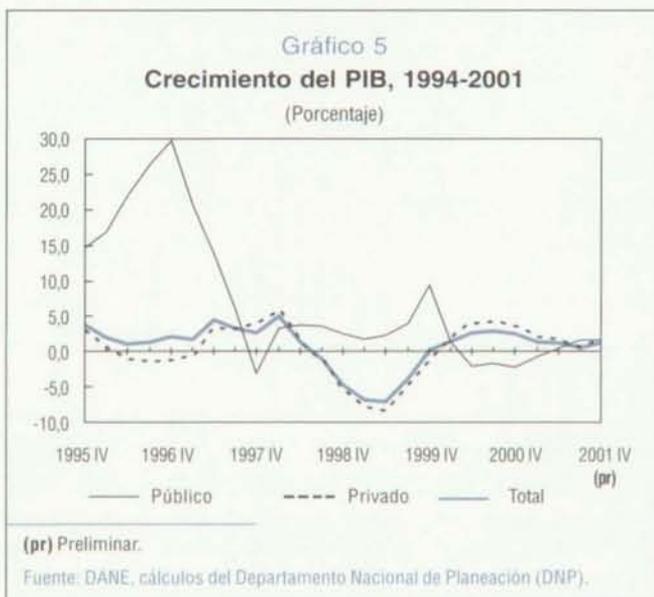
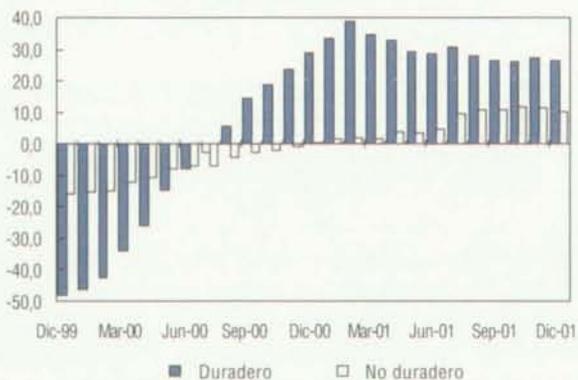


Gráfico 6
Crecimiento anual de las importaciones de bienes de consumo Acumuladas a 12 meses
 (Porcentaje)



Fuente: Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), manifiestos.

Gráfico 7
Crecimiento de las importaciones de bienes de consumo, por tipo de bien Acumuladas a 12 meses
 (Porcentaje)



Fuente: DANE.

cambio. De hecho, las importaciones de bienes de consumo durables aumentaron sensiblemente en el transcurso del año (Gráficos 6 y 7).

La formación bruta de capital fijo exhibió un crecimiento mayor durante 2001 (8,69%) que el reportado en 2000 (-0,24%). En especial, los grupos de equipo de transporte (38,98%) y maquinaria y equipo (17,05%) fueron los rubros que presentaron más altas tasas de crecimiento.

b. Análisis de oferta

Al analizar el comportamiento del PIB por sectores, el transporte fue el más dinámico con una tasa de crecimiento de 3,55%, impulsado principalmente por el comportamiento de las ventas externas de algunos sectores.

Por su parte, la construcción fue el segundo más dinámico al crecer a una tasa de 3,15% anual (Cuadro 2).

A este resultado contribuyeron algunas políticas del Gobierno tales como la mayor ejecución de los subsidios a la vivienda de interés social y las medidas sobre rebajas de impuestos para los créditos de vivienda. El número de licencias aprobadas durante el año aumentó en 12,0% en promedio y continuó el dinamismo de los créditos nuevos otorgados para esta actividad (Gráficos 8 y 9).

El sector comercio (2,06%), registró tasas de crecimiento positivas pero bajas, reflejando aún la debilidad del crecimiento en el consumo final de

Cuadro 2
PIB trimestral por ramas de actividad - Series desestacionalizadas
 (Variaciones porcentuales anuales)

Ramas de actividad	2000 (pr)					2001 (pr)				
	I	II	III	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,94	8,99	5,43	7,73	6,24	4,02	0,17	(0,22)	2,08	1,50
Explotación de minas y canteras	(6,30)	(12,76)	(12,48)	(8,62)	(10,04)	(9,54)	(3,50)	0,94	(6,66)	(4,81)
Electricidad, gas y agua	1,60	(0,24)	(0,67)	1,26	0,48	1,07	2,87	2,71	0,94	1,89
Industria manufacturera	10,08	11,72	11,95	5,28	9,69	2,50	0,88	(3,28)	(2,96)	(0,75)
Construcción	(13,84)	(4,78)	0,74	8,60	(2,85)	(3,36)	(0,19)	4,81	10,91	3,15
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6,33	12,19	13,11	9,72	10,32	4,02	1,72	0,35	2,24	2,06
Transporte, almacenamiento y comunicación	2,77	3,80	4,82	3,32	3,68	3,19	5,07	2,83	3,13	3,55
Establecimientos financieros, seguros e inmuebles	(0,42)	0,56	1,32	(1,14)	0,08	0,37	(0,74)	0,37	0,77	0,19
Servicios sociales, comunales y personales	1,43	(0,89)	(1,61)	(2,55)	(0,93)	(0,14)	0,84	2,30	2,74	1,44
Producto interno bruto	1,67	3,09	3,41	3,07	2,81	1,72	1,89	1,04	1,67	1,57

(pr) Preliminar.
 Fuente: DANE.

los hogares. El sector de los servicios sociales, comunales y personales también creció (1,44%), impulsado por los servicios sociales y de salud, que dependen en buena parte de la evolución del gasto público.

El sector agrícola, que fue uno de los más dinámicos en el año 2000 -con un incremento del 6,24%- durante 2001 registró una tasa de aumento de 1,50%. Este comportamiento me-

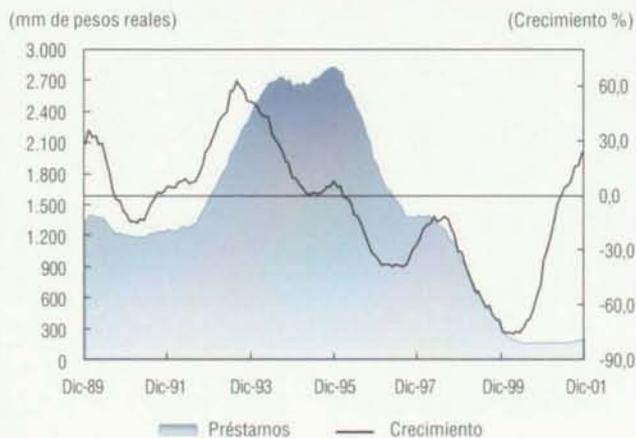
Gráfico 8
Licencias para construcción y crecimiento en los últimos 12 meses



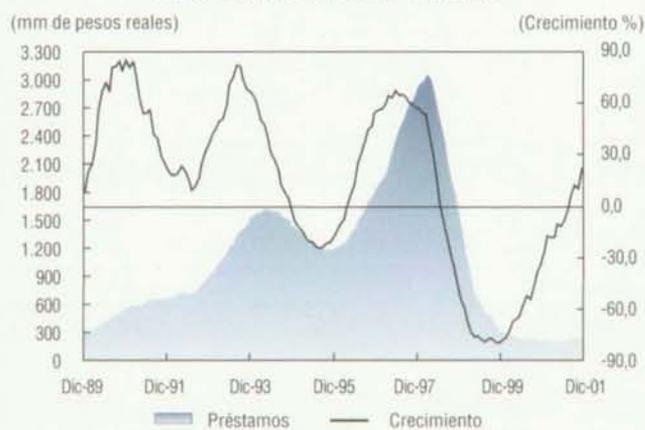
Fuente: DANE.

Gráfico 9
Préstamos entregados y crecimiento mensual anual

A los constructores de vivienda



A los compradores de vivienda



Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV).

nos satisfactorio debe atribuirse principalmente al del sector pecuario, que, a su vez, se explica por el comienzo de la retención en el ciclo ganadero. Además, la violencia en las zonas rurales del país contribuyó a este resultado.

La industria manufacturera, por su parte, registró un decrecimiento de su actividad frente al año 2000 de 0,75%. Este hecho constituye una reversión frente a lo ocurrido el año anterior, cuando la actividad del sector aumentó en 9,69%. Este comportamiento de la industria puede atribuirse a factores como la caída de la demanda externa, la disminución de los pedidos (en especial de las empresas exportadoras) y a una posible política de desacumulación de inventarios. De hecho, los sectores que más registraban decrecimiento hasta septiembre eran aquellos

directamente vinculados a la exportación hacia los Estados Unidos o al mercado interno, tales como confecciones, productos metálicos y productos químicos básicos y elaborados, mientras que los de mayor crecimiento fueron los que exportan a los países vecinos, tales como automóviles, maquinaria eléctrica, alimentos, azúcar y artículos de cuero.

La explotación de minas y canteras, por su parte, decreció en 2001 (-4,81%), consecuencia del descenso en el transcurso del año en la producción de petróleo. Como se recordará, los ataques terroristas a la infraestructura petrolera en el primer semestre impidieron que Caño Limón produjera a plena capacidad durante varios meses del año. Así mismo, la producción de carbón, que registró algún dinamismo durante el primer

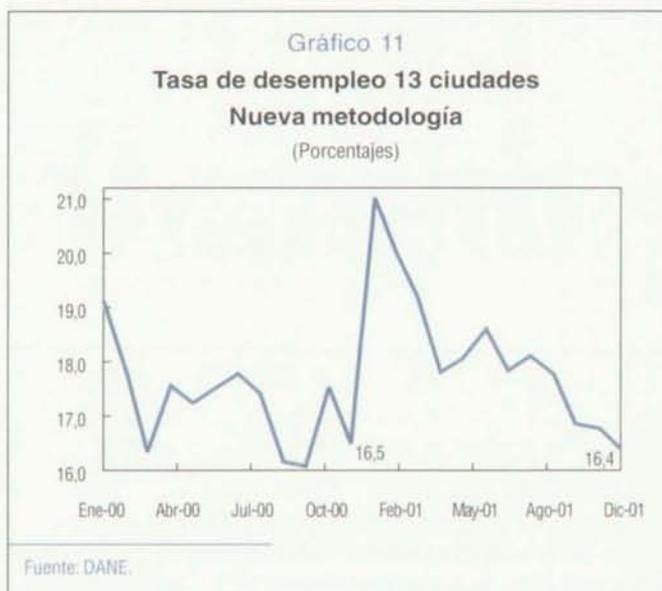
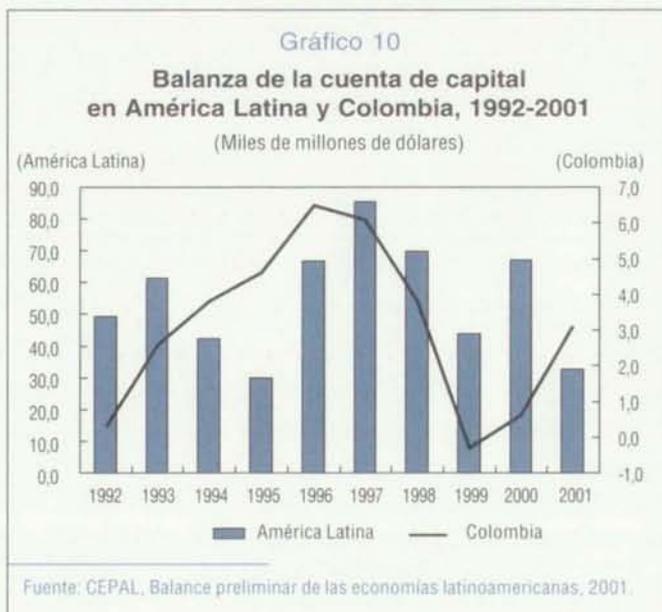
semestre del año, en la segunda parte se vio afectada negativamente por los atentados a la infraestructura de las empresas productoras.

En resumen, fueron varias las causas que explicaron la disminución del crecimiento en Colombia en el año 2001. Algunos de estos factores afectaron de igual manera a otros países de América Latina, como el deterioro de los términos de intercambio. La caída de los flujos de capital hacia la región fue uno de los determinantes de la desaceleración económica del continente; en el caso específico de Colombia estos flujos aumentaron, principalmente aquellos dirigidos a financiar al sector público, lo que permitió que la política económica tuviera un sesgo expansivo (Gráfico 10).

En el Recuadro 1 se analizan los factores que inciden sobre la capacidad productiva de la economía en el largo plazo y que explican las razones por las cuales ésta se encuentra en una senda de crecimiento menor que la del pasado.

2. Empleo

La tasa de desempleo en diciembre de 2001 para las 13 principales áreas urbanas fue 16,4%, similar a la registrada para el mismo mes en el año anterior (Gráfico 11). Este comportamiento obedece a un incremento de la demanda de empleo (la tasa de ocupación para diciembre fue 55,1%, 0,6



puntos porcentuales mayor que la del mismo mes del año anterior) como también al aumento en la oferta laboral (la tasa global de participación fue 65,9%, 0,6 puntos porcentuales mayor que la de diciembre de 2000). Para el total nacional, la tasa de desempleo fue de 13,5%, la menor observada a lo largo del año.

Por otra parte, el empleo para las 13 principales ciudades, medido a través de la encuesta continua de hogares (ECH), aceleró su ritmo de crecimiento desde el mes de octubre, revirtiendo la tendencia que se había observado durante el segundo y tercer trimestres del año 2001 (Gráfico 12).



La caída de la tasa de desempleo a diciembre de 2001, se ha dado a pesar de que el empleo industrial se ha vuelto a contraer, según lo registran las cifras de la muestra mensual manufacturera (Gráfico 13). Por lo tanto, la mejor situación del empleo a diciembre debe estar estrechamente relacionada con el aumento de la actividad productiva en sectores como la construcción, comercio y servicios en general.



B. Balanza de pagos

Una estimación preliminar de la balanza de pagos para el año completo 2001 arroja un déficit en cuenta corriente de US\$1,636 millones (m) (2,0% del PIB), y entradas netas de capital por US\$2,507 m. La acumulación de reservas brutas del año fue US\$1,125 m y su saldo a diciembre ascendió a US\$10,245 m (Cuadro 3).

Cuadro 3
Balanza de pagos de Colombia - Resumen
2000 - 2001

	Millones de dólares		Como % del PIB		Diferencia anual 2001-2000
	2000 (pr)	2001 (e)	2000 (pr)	2001 (e)	
I. CUENTA CORRIENTE	394	(1,636)	0.48	(2.01)	(2,030)
Ingresos	18,446	18,191	22.69	22.35	(255)
Egresos	18,052	19,826	22.20	24.36	1,774
A. Bienes y servicios no factoriales	1,286	(825)	1.58	(1.01)	(2,111)
1. Bienes	2,531	494	3.11	0.61	(2,037)
Exportaciones	13,620	12,759	16.75	15.67	(862)
Importaciones	11,089	12,265	13.64	15.07	1,175
2. Servicios no factoriales	(1,245)	(1,319)	(1.53)	(1.62)	(75)
Exportaciones	2,069	2,201	2.54	2.70	132
Importaciones	3,314	3,520	4.08	4.32	207
B. Renta de los factores	(2,542)	(2,949)	(3.13)	(3.62)	(407)
Ingresos	859	728	1.06	0.89	(131)
Egresos	3,401	3,677	4.18	4.52	276
C. Transferencias corrientes	1,650	2,139	2.03	2.63	488
Ingresos	1,898	2,503	2.33	3.08	605
Egresos	248	365	0.31	0.45	116
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	517	2,507	0.64	3.08	1,990
A. Cuenta Financiera:	517	2,507	0.64	3.08	1,990
1. Flujos financieros de largo plazo	2,094	4,823	2.58	5.92	2,729
a. Activos	325	(60)	0.40	(0.07)	(385)
i. Inversión directa colombiana en el exterior	325	(60)	0.40	(0.07)	(385)
ii. Préstamos 1/	0	0	0.00	0.00	0
iii. Arrendamiento financiero	0	0	0.00	0.00	0
iv. Otros activos	0	0	0.00	0.00	0
b. Pasivos	2,459	4,798	3.02	5.89	2,339
i. Inversión extranjera directa en Colombia	2,387	1,979	2.94	2.43	(408)
ii. Préstamos 1/	273	2,988	0.34	3.67	2,715
Sector público	1,139	2,949	1.40	3.62	1,810
Sector privado	(866)	39	(1.07)	0.05	905
iii. Arrendamiento financiero	(202)	(169)	(0.25)	(0.21)	32
Sector público	(32)	(31)	(0.04)	(0.04)	1
Sector privado	(169)	(138)	(0.21)	(0.17)	31
iv. Otros pasivos	0	0	0.00	0.00	0
Sector público	0	0	0.00	0.00	0
Sector privado	0	0	0.00	0.00	0
c. Otros mov. financieros de largo plazo	(40)	(35)	(0.05)	(0.04)	4
2. Flujos financieros de corto plazo	(1,577)	(2,316)	(1.94)	(2.85)	(739)
a. Activos	1,527	3,232	1.88	3.97	1,705
i. Inversión de cartera	1,014	3,412	1.25	4.19	2,398
Sector público	100	1,604	0.12	1.97	1,504
Sector privado	913	1,808	1.12	2.22	894
ii. Préstamos 1/	513	(180)	0.63	(0.22)	(694)
Sector público	(65)	(6)	(0.08)	(0.01)	59
Sector privado	579	(174)	0.71	(0.21)	(753)
b. Pasivos	(50)	916	(0.06)	1.12	965
i. Inversión de cartera	17	(41)	0.02	(0.05)	(58)
Sector público	0	(1)	0.00	(0.00)	(1)
Sector privado	17	(40)	0.02	(0.05)	(56)
ii. Préstamos 1/	(67)	956	(0.08)	1.17	1,023
Sector público	(473)	121	(0.58)	0.15	595
Sector privado	406	835	0.50	1.03	429
B. Flujos especiales de capital	0	0	0.00	0.00	0
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	(42)	254	(0.05)	0.31	296
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	870	1,125	1.07	1.38	256
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	9,006	10,245	11.08	12.59	1,239
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	9,004	10,192	11.08	12.52	1,188
Meses de importación de bienes	9.7	10.0			
Meses de importación de bienes y servicios	6.1	6.3			
PIB nominal en millones de dólares	81,298	81,396			
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	869	1,074	1.07	1.32	205

(pr) Preliminar.

(e) Estimado.

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

2/ Según metodología de la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

1. Cuenta corriente

El aumento del déficit en cuenta corriente, obedeció fundamentalmente al deterioro de la balanza comercial (bienes y servicios no factoriales), que pasó de generar un superávit de US\$1,286 m en el año 2000, a un déficit de US\$825 m en el último año. Los factores que explican este deterioro están relacionados con el aumento del valor en dólares de las importaciones de bienes (US\$1,175 m, que representa un crecimiento anual de 10,6%), y con la disminución del valor en dólares de las exportaciones de productos tradicionales, principalmente petróleo y café (US\$1,515 m y US\$305 m, respectivamente)².

También la cuenta corriente se vio afectada por el rubro renta de factores, que generó un déficit mayor que el observado el año anterior, US\$407 m, como consecuencia de mayores remesas de utilidades por inversión extranjera directa, US\$352 m. Este resultado fue compensado por los mayores ingresos netos de transferencias, US\$605 m, asociados con el aumento tanto de las remesas recibidas del exterior como de las donaciones vinculadas al Plan Colombia.

El Cuadro 4 resume el comportamiento de las exportaciones por producto durante el año 2001. Como se aprecia, las exportaciones de hidrocarburos sumaron US\$3,055 m, lo que implica una caída de 33,1%, resultado de la re-

Cuadro 4				
Exportaciones, según principales productos y sectores económicos (pr)				
(Millones de dólares FOB)				
	2000	2001	Variación	
			Absoluta	Relativa
Total exportaciones	13,121.2	12,289.9	(831.3)	(6.3)
Exportaciones tradicionales	6,807.5	5,325.3	(1,482.1)	(21.8)
Café	1,068.7	764.2	(304.5)	(28.5)
Carbón	861.2	1,178.8	317.6	36.9
Ferro-níquel	211.4	235.2	23.8	11.3
Petróleo y derivados	4,569.3	3,054.7	(1,514.6)	(33.1)
Oro	0.0	3.3	3.2	6,579.1
Esmeraldas	96.8	89.2	(7.6)	(7.9)
Exportaciones no tradicionales 1/	6,313.7	6,964.5	650.8	10.3
Sector agropecuario	1,350.2	1,347.5	(2.7)	(0.2)
Sector industrial	4,722.2	5,336.9	614.8	13.0
Sector minero	241.3	280.0	38.7	16.1

(pr) Preliminar.
 1/ No incluye exportaciones temporales, re-exportaciones y otros. Incluye ajustes de balanza de pagos.
 Fuente: DANE y Banco de la República.

² Sin incluir operaciones de comercio exterior.

Cuadro 5
Precios de exportación de los productos tradicionales

	Precios		Variación porcentual
	2000	2001	
Café (US\$ / libra, <i>Ex-dock</i>)	1.02	0.72	(29.5)
Petróleo (US\$ / barril)	28.78	23.79	(17.4)
Carbón (US\$ / tonelada)	26.73	30.93	15.7
Ferróníquel (US\$ / libra)	1.76	1.13	(36.0)
Oro (US\$ / onza troy)	279.72	270.02	(3.5)

Fuente: Banco de la República.

ducción tanto del precio externo como de la cantidad exportada. Por su parte, los ingresos externos de café disminuyeron en US\$305 m, al pasar de US\$1,069 m en 2000 a US\$764 m en 2001. Lo anterior también es consecuencia de la reducción del precio externo y de la cantidad exportada (Cuadro 5). Las exportaciones no tradicionales se incrementaron 10,3% durante este período, debido al aumento en un 13,0% de las de origen industrial, las cuales representaron el 77,6% del total de estas exportaciones.

Se destaca la reducción de las exportaciones totales hacia los Estados Unidos y Japón, que cayeron 19,5% y 28,4%, respectivamente, en comparación con el año 2000. Por su parte, sobresale el crecimiento de las exportaciones no tradicionales hacia Venezuela y Ecuador, con incrementos en 2001 de 33,7% y 52,2%, respectivamente, en relación con el año anterior (Cuadro 6).

El crecimiento de las importaciones durante 2001 se originó principalmente en las mayores compras de bienes de capital, cuyo valor en dólares aumentó 30,5% como resultado del incremento de las importaciones de equipo de transporte y de bienes de capital para la industria. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo aumentaron 15,9% mientras que las de bienes intermedios disminuyeron 1,9% (Cuadro 7).

2. Cuenta de capital

Durante 2001, la cuenta de capital y financiera presentó ingresos netos de recursos de US\$2,507 m, superiores en US\$1,990 m a los observados en igual período del año anterior. Estos mayores ingresos obedecen principalmente a los aumentos de los flujos externos de largo plazo por US\$2,729 m, contrarrestados en parte por mayores salidas de capitales de corto plazo de US\$739 m.

Se destaca el comportamiento de los créditos de mediano y largo plazo, especialmente los del sector público, los cuales pasaron de registrar ingre-

Cuadro 6
Crecimiento porcentual anual del valor
en dólares de las exportaciones de Colombia, 2001

	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	Resto	Total
Totales	(19,5)	33,7	52,2	(28,4)	(3,1)	13,6	(4,5)	(6,3)
No tradicionales	0,2	33,8	56,0	(21,0)	2,4	21,3	(3,6)	10,3
Sector agropecuario	(2,6)	73,1	918,5	(12,1)	21,5	34,5	(16,1)	(0,2)
Sector industrial	(2,9)	30,8	52,2	(25,2)	(19,6)	21,4	1,0	13,0
Alimentos, bebidas y tabaco	22,2	47,4	38,3	(28,6)	(27,5)	85,1	(17,4)	7,5
Hilados y tejidos	(0,4)	2,5	22,2	(90,6)	33,2	(19,6)	(3,9)	1,1
Confecciones	(1,2)	29,8	105,1	(76,4)	(18,6)	12,4	2,4	9,1
Productos plásticos y de caucho	(19,6)	23,7	7,3	n.a.	2,8	328,1	(6,1)	6,2
Cuero y sus manufacturas	(9,4)	(2,0)	198,9	(66,4)	2,7	(13,2)	10,2	4,7
Madera y sus manufacturas	5,8	64,6	124,6	(98,9)	(46,1)	46,4	19,9	28,2
Artes gráficas y editorial	18,9	37,8	19,9	149,9	40,8	20,6	21,7	25,5
Industria química	(26,7)	22,9	15,1	253,7	(50,7)	23,4	9,8	2,8
Minerales no metálicos	13,5	67,1	51,8	(40,0)	(34,9)	16,2	(8,1)	12,6
Industria metales comunes	6,1	22,9	36,6	68,9	30,0	(1,1)	7,4	13,4
Maquinaria y equipo	73,8	26,0	44,0	37,4	51,2	43,3	2,0	27,6
Material de transporte	86,7	40,7	409,3	n.a.	(87,3)	25,1	(14,5)	68,4
Aparatos de óptica, cine y otros	(3,3)	66,7	106,1	(79,1)	(15,8)	(13,5)	(6,3)	11,7
Otras industrias	20,5	14,0	21,4	107,3	(31,4)	24,8	(7,4)	8,4
Sector minero 1/	30,1	47,5	545,9	(36,5)	43,1	(26,4)	(49,3)	16,1

n.a. No aplica
1/ No incluye esmeraldas
Fuente: DANE y Banco de la República.

tos netos de US\$1,107 m en el año 2000 a US\$2,917 m en 2001. En esta última cifra se incluye la colocación de bonos externos por parte del Gobierno Nacional por US\$1,900 m, que corresponde a parte del prefinanciamiento de 2002 conseguido el año anterior. Por su parte, el endeudamiento neto del sector privado fue negativo en US\$99 m, lo que se explica por el comportamiento del sector financiero que repagó deuda por US\$284 m. El endeudamiento del resto del sector privado se tornó positivo en US\$185 m.

Las mayores salidas de capital de corto plazo se explican fundamentalmente por el comportamiento del sector público, especialmente el Gobierno Nacional. En particular, los flujos de inversión de cartera colombiana en el exterior ascendieron a US\$3,412 m, mayores en US\$2,398 m que los registrados en el año 2000. Dentro de este último rubro se considera US\$1,138 m de aumento en los depósitos de la Tesorería General de la Nación en el exterior. Los flujos pasivos de corto plazo ascendieron a US\$916 m en 2001,

Cuadro 7
Importaciones (FOB), según uso o destino económico (pr)
(Millones de dólares)

	2000	2001	Variación	
			Absoluta	%
Importaciones totales	10,783.6	12,009.8	1,226.2	11.4
Bienes de consumo	2,034.1	2,356.8	322.7	15.9
Duradero	1,323.4	1,457.3	133.9	10.1
No duradero	710.7	899.5	188.8	26.6
Bienes intermedios	5,454.0	5,352.0	(102.0)	(1.9)
Combustibles y lubricantes 1/	225.5	173.2	(52.3)	(23.2)
Para la agricultura	445.1	444.0	(1.1)	(0.3)
Para la industria	4,783.4	4,734.9	(48.5)	(1.0)
Bienes de capital	3,288.1	4,292.2	1,004.1	30.5
Materiales de construcción	154.0	168.6	14.6	9.5
Para la agricultura	22.4	37.9	15.5	69.0
Para la industria	2,154.1	2,529.6	375.5	17.4
Equipo de transporte	957.6	1,556.2	598.6	62.5
Bienes no clasificados	7.4	8.8	1.4	19.2

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

superiores en US\$965 m a los registrados en 2000. Este comportamiento parece haber obedecido a la reducción del diferencial de rentabilidad externo frente al interno, resultante de menores tasas de interés externas y del menor ritmo de devaluación esperada del peso y además, por los aumentos en los créditos para financiar importaciones.

3. Variación de las reservas internacionales

Como resultado de los movimientos de bienes y servicios y de capital de 2001, se presentó una acumulación de reservas internacionales brutas de US\$1,125 m. El saldo de reservas ascendió a US\$10,245 m, equivalente a 10 meses de importación de bienes y 6,3 meses de importaciones de bienes y servicios y que es 1,1 veces el valor de las amortizaciones de las deudas pública y privada en un año. Este último indicador ha adquirido mayor relevancia para determinar la capacidad de pago de las reservas internacionales. Se considera que para limitar la vulnerabilidad de los mercados a los flujos internacionales, este indicador debe ubicarse como mínimo en un valor de uno (1,0)³.

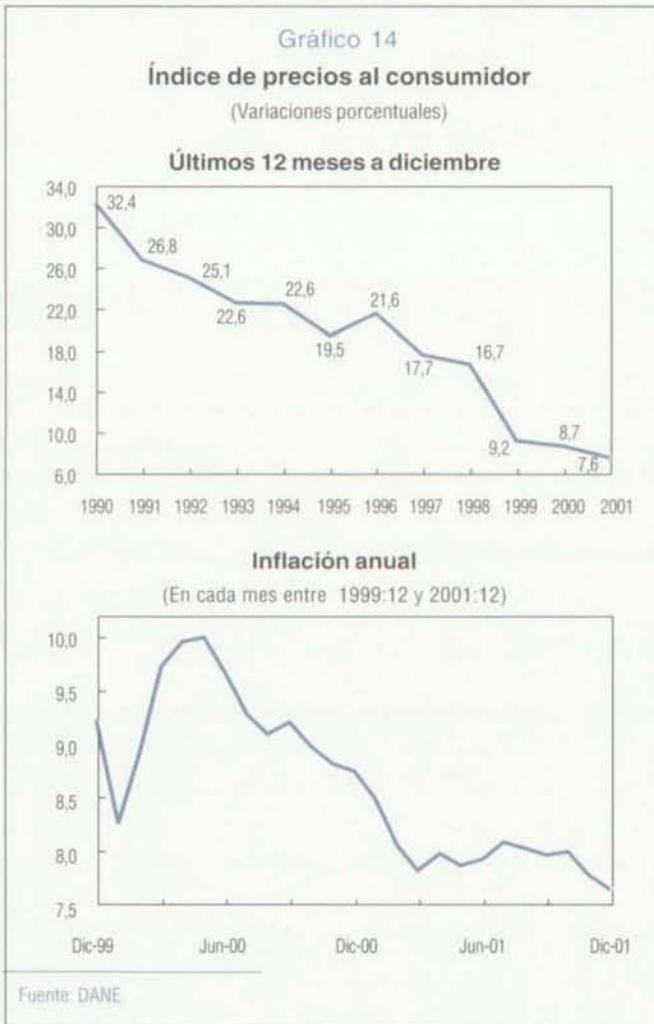
³ Bussier y Mulder (1999). "External vulnerability in emerging market economies: how high liquidity can offset weak fundamentals and the effects of contagion", *Fondo Monetario Internacional*.

C. Resultados de la inflación y tendencias básicas

1. Índice de precios al consumidor

La inflación anual al consumidor del año 2001, medida a través de la canasta del IPC, fue de 7,65%, inferior en 1,1 puntos porcentuales a la de diciembre del año 2000 (Gráfico 14 y Cuadro 8). Este nivel de inflación es el más bajo para cualquier año desde 1970, cuando se situó en 6,8%. Tal resultado demuestra que la política anti-inflacionaria en Colombia sí ha sido exitosa.

Por grupos de productos (Cuadro 8 y Gráfico 15), los comportamientos más favorables se observaron en los rubros de vivienda, vestuario y transporte, que registraron incrementos menores que en el año anterior. En contraste, el rubro de servicios de salud fue el que más contribuyó al incremento de los precios, al crecer en 10,9%. En segundo lugar, contribuyó el aumento de los precios de los alimentos, al crecer en 10,5%. Por su parte, algunos servicios públicos experimentaron importantes aumentos de precios. Es el caso del acueducto, el alcantarillado y el aseo, el transporte, y el teléfono residencial que, en conjunto, se incrementaron en 15,6%.



de los precios, al crecer en 10,9%. En segundo lugar, contribuyó el aumento de los precios de los alimentos, al crecer en 10,5%. Por su parte, algunos servicios públicos experimentaron importantes aumentos de precios. Es el caso del acueducto, el alcantarillado y el aseo, el transporte, y el teléfono residencial que, en conjunto, se incrementaron en 15,6%.

En el año 2001 los indicadores de inflación básica, que filtran las fluctuaciones de corto plazo del IPC debidas a fenómenos transitorios (Ej. sequías), mostraron un desempeño aún más favorable que el del conjunto del IPC. En el Gráfico 16 se presentan tres mediciones alternativas de este tipo de inflación: la del IPC sin

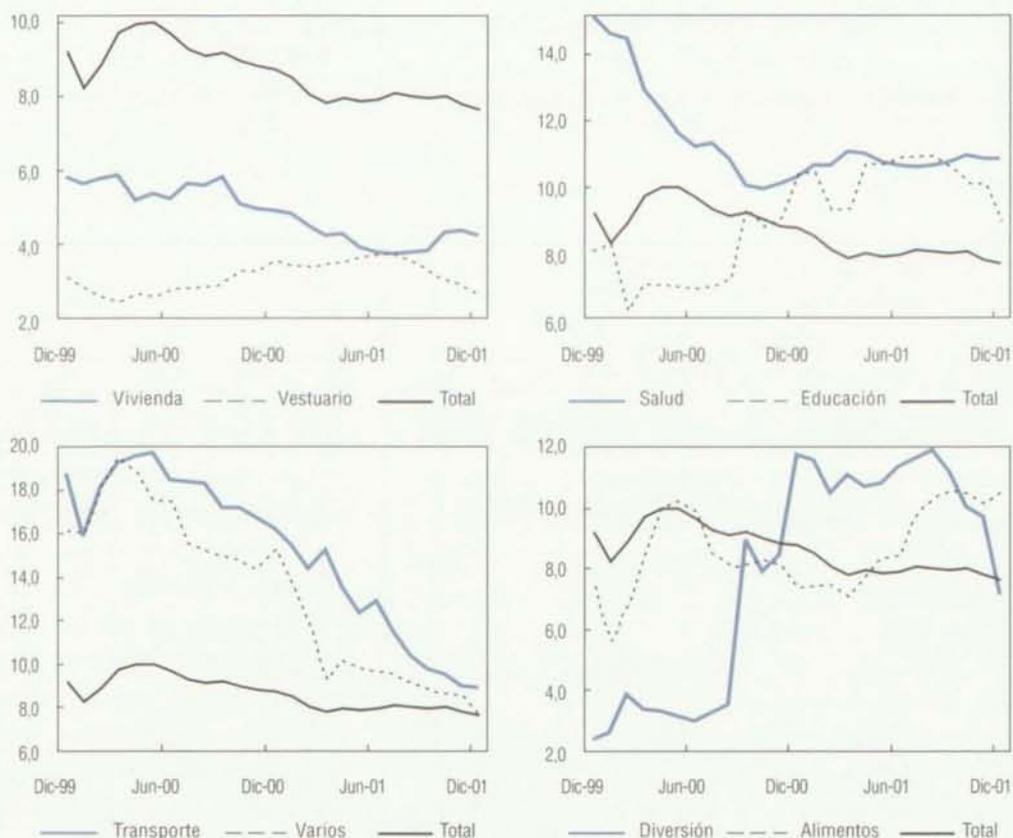
alimentos, la inflación núcleo y la del IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos. Las tasas de aumento de estas tres medidas fue-

Cuadro 8
Indicadores de inflación
(Variaciones porcentuales anuales)

	2000	2001			
	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.
IPC	8,8	7,8	7,9	8,0	7,6
Alimento	7,4	7,1	8,5	10,6	10,5
Vivienda	4,9	4,2	3,8	3,8	4,3
Vestuario	3,6	3,5	3,7	3,3	2,6
Salud	10,3	11,1	10,7	10,8	10,9
Educación	9,4	8,2	10,6	10,4	10,2
Cultura y esparcimiento	11,7	11,1	11,3	11,2	7,1
Transporte	16,2	15,2	12,9	9,8	8,9
Gastos varios	15,2	9,3	9,7	8,9	7,6

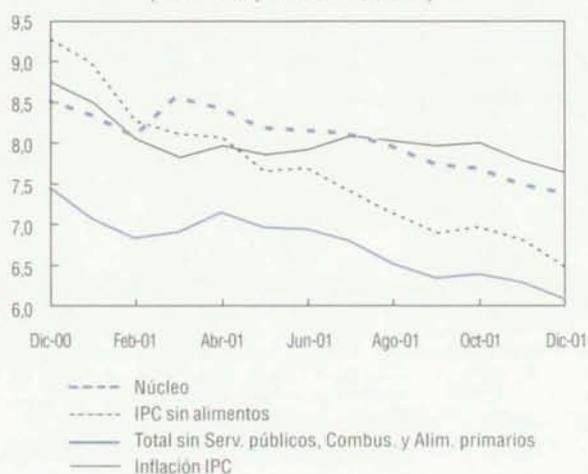
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE), tabulados de IPP, IPC y DANE.

Gráfico 15
Inflación anual del IPC por grupos
(Porcentajes)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 16
Evolución de la inflación básica
 (Variaciones porcentuales anuales)



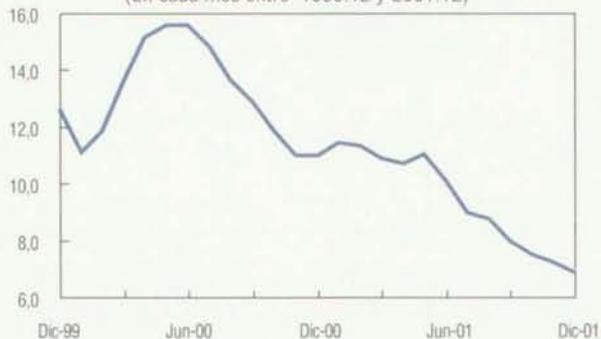
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 17
Índice de precios del productor
 (Variaciones porcentuales)



Inflación anual

(En cada mes entre 1999:12 y 2001:12)



Fuente: Banco de la República.

ron de 6,5%, 7,4% y 6,1%, respectivamente. Como se observa en el gráfico, todas ellas mostraron tendencias claramente descendentes y se ubicaron al final del año no sólo por debajo de la meta de inflación del año 2001 (8,0%), sino también de la tasa de inflación del IPC total, lo cual permite presagiar la continuación de la tendencia descendente de este último en el año 2002.

2. Índice de precios del productor

La inflación anual al productor, medida por el índice de precios del productor (IPP), se situó en diciembre de 2001 en 6,9%, 0,7 puntos por debajo del registro de la inflación al consumidor. Este nivel de inflación al productor fue 4,1 puntos porcentuales menor con respecto al registrado en diciembre del año 2000. La inflación anual del IPP viene descendiendo sin interrupción desde mayo pasado, cuando alcanzó un nivel de 11,1%, y el de diciembre de 2001 es el menor para ese mes desde 1970, año en el cual comenzó la estimación de este indicador (Gráfico 17).

Según la procedencia de los bienes, el índice de

precios al productor de los exportados registró una tasa de decrecimiento de cerca del 8,0%, mientras que el de los importados se incrementó en 4,6%. Esta tasa de aumento de precios de productos importados, sin embargo, se redujo sustancialmente a lo largo del año en función de la evolución de la tasa de cambio, de la cual dependen de manera importante. La inflación experimentada por los bienes producidos y consumidos internamente fue de 7,7%, y se redujo a lo largo del año, como la de todos los grupos considerados (Cuadro 9).

Por actividad económica, la minería fue el grupo con una mayor reducción en el ritmo de crecimiento de los precios, pasando de 27,3% en diciembre de 2000 a una caída de 1,3% en igual mes de 2001. Este desplome se atribuye al descenso en los precios internacionales del petróleo. Por su parte, los precios al productor de los bienes industriales pasaron de mostrar un aumento de 11,9% en diciembre de 2000 a sólo 7,0% a finales de 2001. En contraste, los precios del grupo de la agricultura, silvicultura y pesca mostraron un pequeño aumento en su tasa de crecimiento anual.

3. El cumplimiento de las metas de inflación

En la década de los años 90 la economía colombiana pasó de un contexto de inflación moderada a uno de inflación de un dígito. Durante los últimos cinco años la tasa de inflación se ha ubicado por debajo de la meta propuesta por el Banco de la República, con excepción del año 1998, cuando se registró una desviación positiva de menos de un punto porcentual (Cuadro 10).

Cuadro 9					
Indicadores de inflación					
(Variaciones porcentuales anuales)					
	2000	2001			
	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.
IPP	11,0	10,9	10,2	8,0	6,9
Según procedencia					
Producidos y consumidos	10,6	10,4	11,1	9,1	7,7
Importados	12,5	12,5	7,6	4,8	4,6
Exportados	6,4	2,8	(1,7)	(8,0)	(7,9)
Según origen industrial (CIU)					
Agric., Silvíc. y pesca	6,0	4,2	9,8	6,8	7,6
Minería	27,3	27,0	23,5	3,4	(1,3)
Industria manufacturera	11,9	12,4	10,0	8,5	7,0

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE), tabulados de IPP, IPC y del DANE.

Cuadro 10
Meta y resultados de inflación, Colombia 1991-2001
 (Porcentajes)

Año	Meta (a)	Inflación (b)	Diferencia (a) - (b)
1991	22,0	26,8	(4,8)
1992	22,0	25,1	(3,1)
1993	22,0	22,6	(0,6)
1994	19,0	22,6	(3,6)
1995	18,0	19,5	(1,5)
1996	17,0	21,6	(4,6)
1997	18,0	17,7	0,3
1998	16,0	16,7	(0,7)
1999	15,0	9,2	5,8
2000	10,0	8,8	1,2
2001	8,0	7,6	0,4

Fuente: Banco de la República y DANE.

El cumplimiento de las metas de inflación es importante por varias razones, entre las cuales está el aumento de la credibilidad en el Banco de la República. La mayor credibilidad ayuda al proceso de reducción de la inflación por su efecto sobre las expectativas y hace que la meta de ésta desempeñe un papel más importante como guía de diferentes decisiones económicas, entre las que se encuentran la fijación de precios por parte de los empresarios, las negociaciones salariales y los niveles de las tasas de interés de largo plazo. Al tener la meta mayor incidencia sobre las expectativas de inflación, se facilita al banco central cumplirla. La mayor credibilidad, a su vez, permite el logro de mayores tasas de crecimiento de la economía en un ambiente de inflación baja.

a. La meta de inflación de largo plazo

En la teoría económica no existe acuerdo sobre el nivel adecuado de inflación de largo plazo. Varios estudios muestran que en el largo plazo la inflación guarda una relación inversa con el crecimiento económico; esto es, que a mayor ritmo de crecimiento de los precios, menor es el ritmo de actividad económica. Entre los argumentos para esta relación, algunos economistas sostienen que la inflación hace difícil distinguir entre cambios en los precios relativos y los que se atribuyen a los niveles de los precios, distorsionando la asignación eficiente de recursos. Desde este punto de vista, el nivel ideal de inflación sería de cero.

Otros autores, sin embargo, sostienen que una tasa de inflación positiva, pero baja, puede facilitar ajustes en los precios relativos y en los salarios reales en mercados caracterizados por la existencia de rigideces

nominales⁴. Así mismo, el punto de vista de una inflación positiva es defendido por quienes argumentan que existen sesgos positivos en la medición de la inflación ocasionados por la aparición de nuevos productos en la canasta de consumo que no son incorporados suficientemente rápido en los índices de precios y por aumentos en la calidad de los productos⁵. Trabajos sobre este tema han encontrado un sesgo positivo en la medición de la inflación de los Estados Unidos de entre uno y dos por ciento⁶.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, el Banco de la República ha decidido establecer y anunciar al público una meta de inflación de largo plazo de 3%. Este nivel de inflación es suficientemente bajo para no afectar las decisiones de los agentes económicos, pero también suficientemente alto para corregir los sesgos en la medición de la inflación y para evitar dificultades en los ajustes de precios relativos ocasionados por las rigideces de corto plazo en algunas variables nominales.

b. Las metas de inflación de corto plazo

La experiencia internacional sugiere que la velocidad a la cual se puede reducir el ritmo de crecimiento de los precios es menor cuando se han alcanzado niveles de un dígito que cuando se tienen inflaciones más altas. Esto se muestra en el Cuadro 11, en el cual se describe la velocidad promedio de reducción de la inflación en algunos países seleccionados⁷. Teniendo en cuenta este resultado, la búsqueda de una tasa de inflación cercana al 3% se seguirá haciendo en Colombia de manera gradual, durante varios años.

Al final de 2001, el Banco de la República estableció un rango para la meta de inflación de 2003 entre 4% y 6%. La meta puntual para 2003 será establecida a fin de 2002, y estará ubicada dentro del mencionado rango. Ésta tendrá en cuenta tanto las proyecciones de la inflación con que se cuente en ese momento como el propósito de reducir gradualmente esta variable hacia su objetivo de largo plazo de 3%.

⁴ Akerlof, Dickens y Perry (1996). "Low Inflation or No Inflation: Should the Federal pursue complete price stability", *Policy Brief*, No. 4, agosto.

⁵ Shapiro, Mathew D. y David Wilcox (1998). "Causes and Consequences of Imperfections in the Consumer Price Index", *NBER, Macroeconomics Annual*, No. 6, pp. 93-142.

⁶ Nakamura, Leonard I. (1996). "Is US Economic Performance Really Bad?" Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Working Paper*, No. 95-21, abril.

⁷ El primer escenario (inflación moderada) va de una inflación de dos dígitos hasta que se alcanza una inflación de un dígito, y el segundo (inflación de un dígito) comprende el paso de una inflación de un dígito a la inflación de estado estacionario.

Cuadro 11
Velocidad de desinflación antes y después de llegar a un dígito
(Promedio porcentual anual)

País	Moderada		Un dígito		Inflación final (e)	Velocidad de desinflación promedio (Moderada) (f)	Velocidad de desinflación promedio (Un dígito) (g)
	Período	Inflación inicial	Período	Inflación intermedia			
	(a)	(b)	(c)	(d)			
Irlanda	1981-1983	20,3	1984-1987	8,6	3,1	(5,9)	(1,8)
Israel	1991-1996	19,0	1997-2000	9,0	1,1	(2,0)	(2,6)
Chile	1990-1994	26,0	1995-2000	8,2	3,8	(4,5)	(0,9)
Nueva Zelanda	1985-1987	15,4	1988-1991	6,4	1,7	(4,5)	(1,6)
México (*)	1995-1999	52,0	2000	9,0		(10,8)	
Perú (*)	1994-1996	23,7	1997-2000	8,6	3,8	(7,6)	(1,6)
Colombia (*)	1990-1998	32,4	1999-2000	9,2	8,8	(2,9)	(0,5)
Brasil (*)	1995-1996	66,0	1997-2000	6,9	7,0	(59,1)	0,0

(f) = (d) - (b) / (a); (g) = (e) - (d) / (c).
(*) Estos países no han llegado a una inflación de largo plazo.
Fuente: Bancos centrales.

Recuadro 1

CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA EN EL LARGO PLAZO

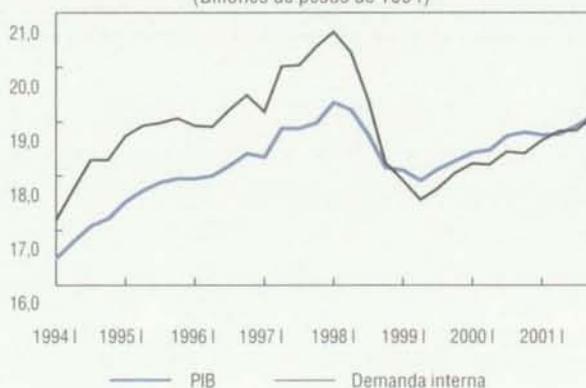
Son varios los factores que inciden sobre el comportamiento de la capacidad productiva de una economía o el producto potencial. Entre ellos se destacan el alto nivel de endeudamiento de empresas y hogares, la violencia y todos aquellos factores que produzcan incertidumbre sobre su desempeño.

En Colombia, la demanda interna creció por encima del producto hasta 1999 y luego, y hasta mediados del año pasado, por debajo de él (Gráfico 1). El primer período refleja la gran expansión del consumo, sobre todo financiado con recursos de créditos interno y externo. Es lo que se puede denominar una "burbuja financiera", que se deshizo porque esa situación era claramente insostenible en el mediano plazo. A partir del segundo período se revirtió la tendencia, y los elementos de gasto más dinámicos se relacionaron con la inversión y la demanda externa. Sin embargo, este último factor ha perdido dinamismo como consecuencia del entorno mundial recesivo, especialmente a partir del tercer trimestre de 2001. El producto ha comenzado a crecer al mismo ritmo que la demanda interna, el cual se recupera muy lentamente de la caída experimentada durante la recesión.

Como consecuencia del exceso del endeudamiento para financiar este importante aumento del consumo durante parte de los años 90, en la actualidad la economía se encuentra en un proceso de recomposición de los balances de hogares y empresas después del colapso de la "burbuja financiera" mencionada. Como resultado de ese colapso, se advierte un descenso de la demanda de crédito y un temor generalizado a endeudarse, que se refleja en los resultados de muchas encuestas realizadas sobre este tema. En el Gráfico 2 se advierte la evolución del endeudamiento de empresas y hogares hasta 1998.

Gráfico 1
PIB y demanda interna
Serie desestacionalizadas

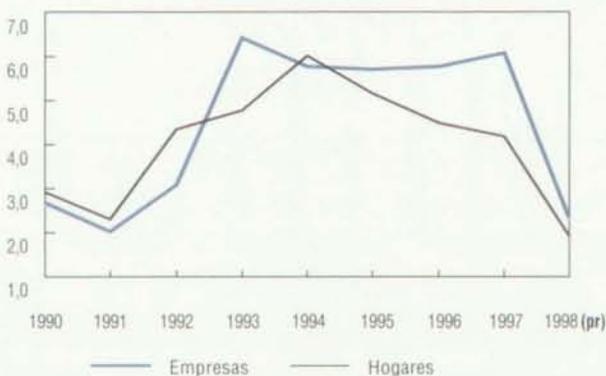
(Billones de pesos de 1994)



Fuente: DANE.

Gráfico 2
Flujo total de préstamos a empresas y hogares
por el sector financiero, 1990-1998

(Porcentaje del PIB)



(pr) Preliminar.

Fuente: Banco de la República, Cuentas Financieras.

Este fenómeno dificulta un proceso de recuperación acelerado de la economía colombiana. Al estar sobreendeudadas las empresas y los hogares, la inversión y el consumo son menores que en otras circunstancias, por lo cual la respuesta monetaria es limitada.

Uno de los factores que más ha afectado la capacidad productiva de la economía desde hace varios años, y que se ha acentuado recientemente, es la violencia ejercida por todos los grupos al margen de la ley. Su impacto ha sido particularmente agudo sobre

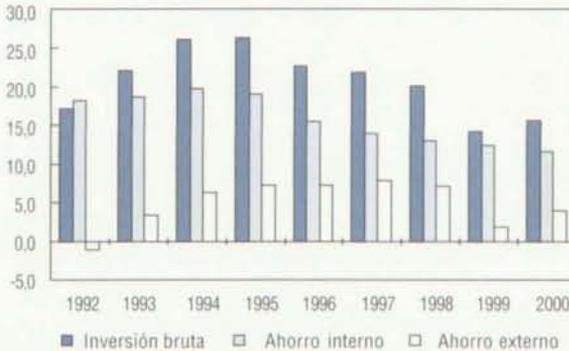
la producción de algunos sectores como el pecuario y el de hidrocarburos. Aparte de este efecto más directo, sus acciones tienen un impacto indirecto sobre la reposición de la capacidad productiva de la economía porque ahuyentan la inversión nacional y extranjera en todas las actividades económicas. Adicionalmente, el proceso ha destruido infraestructura estratégica para la producción nacional.

En general, no solamente la violencia sino todos aquellos factores que comprometen la estabilidad macroeconómica del país o que generan incertidumbre sobre el desempeño de la economía colombiana hacia el futuro, tienen un impacto negativo en la capacidad productiva o el producto potencial. El principal canal por el cual tales factores afectan esta variable es a través de un nivel de inversión insuficiente para mantener esta capacidad e incrementarla. Como se aprecia en el Gráfico 3, la inversión viene descendiendo como proporción del PIB desde 1995. Hoy en día representa sólo el 15,6% del producto.

En este sentido, el equilibrio fiscal y el consecuente endeudamiento público, tanto inter-

no como externo, constituyen también factores de incertidumbre sobre la suerte futura del desempeño de la economía. La actual situación fiscal, además, mientras no tenga una solución de fondo, impedirá que el Estado dedique una parte de sus recursos a invertir en una serie de rubros indispensables para generar mayor capacidad de crecimiento de la economía.

Gráfico 3
Inversión bruta, ahorro interno y externo en Colombia, 1992-2000
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

III. POLÍTICA MACROECONÓMICA

A. Política monetaria

En el Informe anterior presentado por la JDBR al Congreso de la República, se explicó que la política del Banco de la República tiene como objetivo el logro de metas decrecientes de inflación, al tiempo que busca la recupe-

ración de la demanda agregada y el crecimiento económico⁸. Con este fin, el Banco utiliza una estrategia que combina elementos del esquema de inflación objetivo con valores de referencia para los agregados monetarios. La política monetaria se decide entonces con base en la evaluación de las presiones inflacionarias, los pronósticos de inflación y el comportamiento de las otras variables macroeconómicas, entre las cuales se presta especial atención a los agregados monetarios y, en particular, a la base monetaria.

1. Evolución de la intervención en el mercado monetario

Con el fin de suministrar el nivel de liquidez adecuado y consistente con la demanda de liquidez y con el logro de las metas de inflación, la JDBR define una franja de tasas de interés de intervención para las operaciones de mercado abierto (OMA). A estas tasas el Banco, ofrece la liquidez primaria, estableciendo cupos para las subastas diarias de operaciones de expansión y contracción, los cuales se fijan tomando en cuenta el comportamiento esperado de la oferta y la demanda de liquidez.

En el transcurso de 2001 la JDBR modificó a la baja la franja de tasas de interés de intervención del Banco de la República en siete oportunidades (Cuadro 12). En el mes de agosto se produjo el mayor cambio, con un descenso de 100 puntos básicos (pb) en todas las tasas de intervención, mientras que en las demás oportunidades las reducciones fluctuaron entre 50 y 25 pb. Con dichas modificaciones, la Junta completó una disminución, en el año, de 350 pb en las tasas de subasta de expansión y de contracción.

Cuadro 12
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					
02-Ene-01	09-Mar-01	8,50	11,00	12,00	16,00	10,80
12-Mar-01	27-Jul-01	8,00	10,50	11,50	15,50	11,25
30-Jul-01	17-Ago-01	8,00	10,00	11,00	15,00	10,30
21-Ago-01	14-Sep-01	7,00	9,00	10,00	14,00	9,64
17-Sep-01	12-Oct-01	7,00	8,50	9,50	13,50	9,20
16-Oct-01	09-Nov-01	6,75	8,25	9,25	13,25	9,30
13-Nov-01	14-Dic-01	6,25	7,75	8,75	12,75	8,43
17-Dic-01	18-Ene-02	6,25	7,50	8,50	12,25	8,21

Fuente: Banco de la República.

⁸ Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, julio de 2001.

A su vez, las tasas máximas y mínimas de expansión y contracción (lombardas) se redujeron en 375 y 225 pb, respectivamente.

En la mayor parte de 2001, las subastas de expansión se realizaron a la tasa mínima de expansión y solamente en episodios muy aislados la tasa de corte de la subasta estuvo por encima de este piso. Las transacciones por ventanilla fueron esporádicas y en montos marginales (Gráfico 18). Por otra parte, hasta el mes de septiembre las subastas de contracción fueron utilizadas en montos inferiores a los ofrecidos y se realizaron a las tasas máximas de contracción (Gráfico 19). Sin embargo, a partir de octubre hubo operaciones de contracción por ventanilla en cuantías importantes. En su mayoría dichos recursos correspondieron a excedentes de liquidez de la Tesorería General de la Nación (TGN).

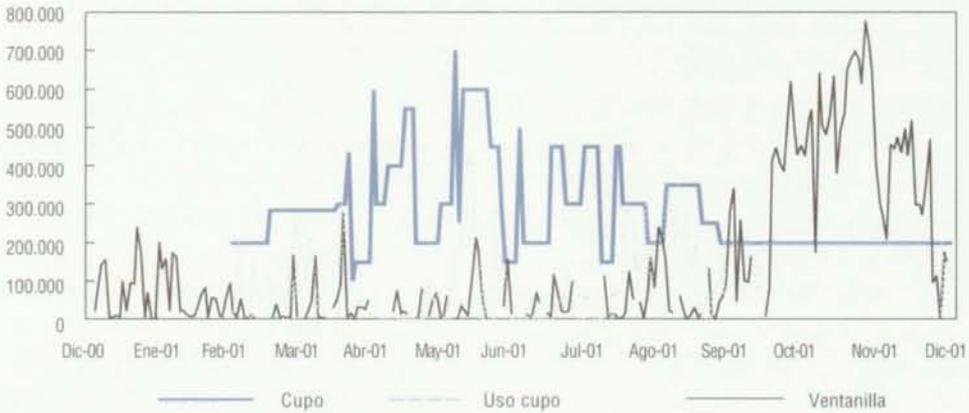
El mecanismo general de suministro de liquidez por parte del Banco de la República ha permitido que la tasa de interés interbancaria sea muy estable y se mantenga entre la máxima de la subasta de contracción y la mínima de la subasta de expansión (Gráfico 20).

Liquidez de fin de año

Teniendo en cuenta los requerimientos de liquidez para fin de año, la JDBR decidió otorgar liquidez permanente mediante la compra de reservas internacionales y la compra definitiva de títulos de deuda pública entre septiembre y



Gráfico 19
Operaciones de contracción por ventanilla,
cupo y uso de la subasta de contracción a un día
Operaciones diarias en 2001
(Millones de pesos)



Fuente: Banco de la República.

diciembre de 2001. En esos meses se aumentó la liquidez en \$993 miles de millones (mm), de los cuales \$833 mm se suministraron a través del ejercicio de opciones para la acumulación de reservas internacionales y los \$160 mm restantes a través de la compra de títulos de deuda pública (TES).

Por su parte, la liquidez transitoria otorgada por el Banco de la República en el último trimestre se realizó a través de operaciones Repo de expansión

a uno, 35 y 91 días. Los Repo de expansión ofrecidos a un día fueron demandados en promedio en tan sólo 66% del cupo definido en el último trimestre. En contraste, los Repo de 91 días fueron demandados en su totalidad, mientras que del cupo de 35 días (\$800 mm) sólo fue utilizado el 31,4%.

Gráfico 20
Tasas interbancaria y de intervención
del Banco de la República
(Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

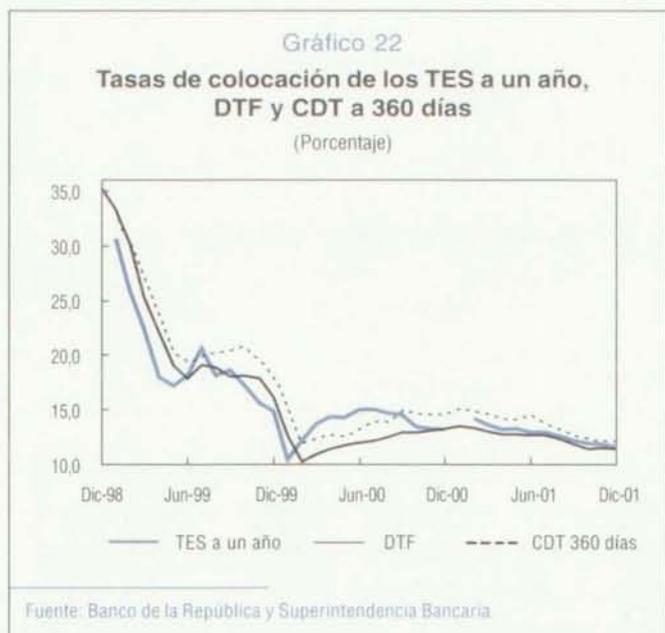
2. Tasas de interés

La reducción de las tasas de interés de intervención del Banco de la República contribuyó directamente en el descenso de la tasa interbancaria y de manera indirecta, a la caída de las tasas de interés de captación, de los TES y de crédito.

En el año 2001, la tasa nominal DTF calculada como el promedio ponderado de las tasas de captación de depósitos a término fijo a 90 días, se redujo en



1,9 puntos porcentuales al pasar de 13,3% en diciembre de 2000 a 11,4% en el mismo mes del siguiente año. En términos reales, la tasa DTF se redujo en 0,7 puntos porcentuales en el mismo período, al ubicarse en diciembre de 2001 en 3,5% (Gráfico 21). Este último comportamiento se explica por un descenso en la tasa nominal de captación superior a la caída de la inflación que se presentó en el año 2001.



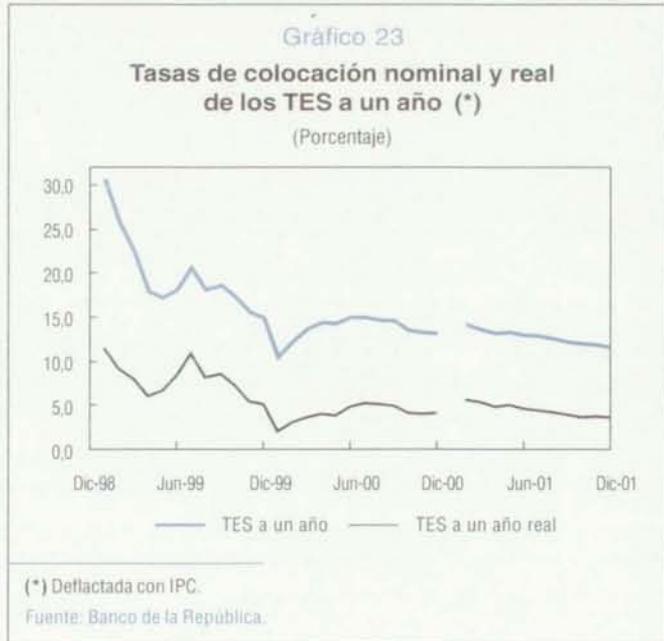
Las tasas nominales y reales de interés de los TES a todos los plazos también disminuyeron. La tasa nominal de TES a un año se redujo en 1,6 puntos porcentuales, y descontando la inflación disminuyó en 0,4 puntos porcentuales, al ubicarse en diciembre de 2001 en 11,6% y en términos reales en 3,7% (Gráficos 22 y 23). Como se muestra en el Gráfico 23, en la mayoría de los meses del año 2000 la tasa de interés de los TES a un año se mantuvo por encima de la tasa de CDT a 360 días,

situación que se revirtió en el año 2001. Por su parte, las tasas de interés de los TES con plazos a tres y cinco años disminuyeron en 2,6 y 3,1 puntos porcentuales, respectivamente, registrando a diciembre de 2001, en su orden, una tasa nominal de 13,5% y 13,9% (Gráfico 24).

Con respecto a las tasas de interés de colocación, en éstas se observan diferencias según el nivel de riesgo que enfrenta el intermediario financiero. Información como el cumplimiento actual y pasado del deudor, flujos de caja, capacidad de pago y las garantías que respaldan la operación, son determinantes al momento de evaluar el riesgo que le asigna cada entidad financiera a un préstamo, y por consiguiente, afecta la tasa de interés del mismo. Dicha medida de riesgo contribuye para que en el mercado del crédito se refleje una tendencia a asignar tasas de interés más altas a

los préstamos para consumo, frente a otros tipos de créditos considerados de menor riesgo como los preferenciales o los de tesorería⁹.

Sin importar el tipo de crédito, las tasas de interés de colocación en Colombia se redujeron en el año 2001. Los créditos de consumo y ordinario en diciembre de 2001 registraron, en su orden, una tasa de interés promedio de 31,4% y 19,4%, inferiores, respectivamente, en 2,1 y 1,0 puntos porcen-



⁹ El crédito de tesorería se define como un préstamo menor a 30 días dado a un cliente preferencial, con el objeto de cubrir requerimientos de liquidez de corto plazo.

tuales a la observada en el mismo mes de 2000. Por su parte, los créditos preferenciales y de tesorería, definidos como préstamos a clientes especiales de bajo riesgo, presentaron, en su orden, un descenso en la tasa de interés de 4,1 y 2,1 puntos porcentuales, al ubicarse en diciembre de 2001 en 14,1% y 13,9%, respectivamente (Gráfico 25).

3. Agregados monetarios

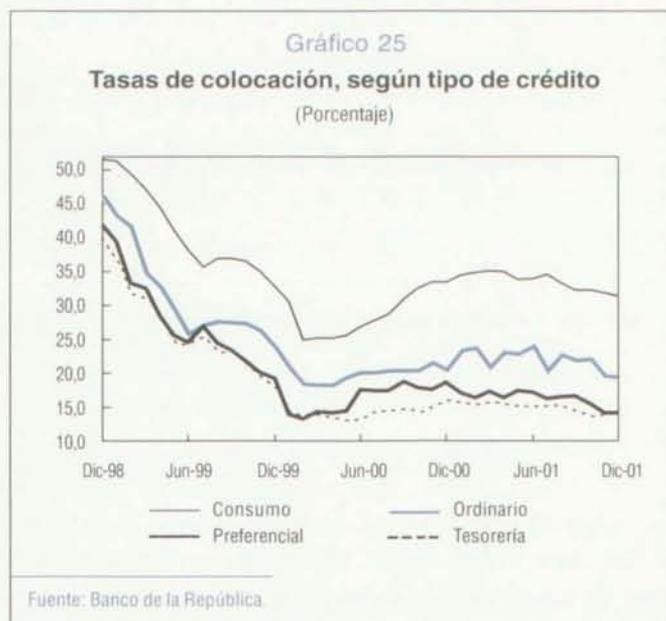
Al finalizar el año 2001, la base monetaria alcanzó un valor de \$11.648 mm, con crecimientos promedio y de fin de año de 12,6% y 8,8%, ubicándose \$68 mm por encima de la línea de referencia¹⁰. En esta fecha, el promedio móvil diario de orden 45 de la base se ubicó \$112 mm, (1,1%) por debajo del promedio móvil de la línea de referencia, mientras que el promedio móvil de orden 20 se situó \$95 mm (0,9%) por debajo de su línea de referencia. A diciembre, el agregado M3 registró un crecimiento promedio anual de 7,1% y de 9,7% al final del año.

a. Base monetaria

Desde la modificación de la línea de referencia a finales de junio, y durante el resto del año, la base se ubicó en promedios móviles diarios de orden 20 y 45 cerca de los respectivos promedios de la línea de referencia (Gráfico 26). Por componentes de la base, la demanda de efectivo mantuvo crecimientos promedio y fin de año de 21,6% y 14,8%, mientras que la

demanda de reserva presentó un crecimiento de 5,1% promedio del año (Gráfico 27).

Durante el tercer trimestre, la base monetaria registró niveles inferiores a los definidos en la línea de referencia y en el último trimestre, especialmente en las últimas semanas del año, se observó una reversión de esta tendencia (Gráfico 28). El crecimiento de la base al final del año obedeció al marcado aumento tanto en la demanda de reserva por



¹⁰ En comparación, la línea de referencia presentaba crecimientos de 15,9% y 8,1% en promedio y a fin de año, respectivamente.

parte de los intermediarios financieros como en la demanda de efectivo por parte del público. Durante el mes de diciembre el efectivo en poder del público y la reserva del sistema financiero aumentaron \$1.481 mm y \$326 mm, respectivamente. Como ya se mencionó, esta demanda de liquidez de fin de año fue atendida fundamentalmente con compras de divisas y operaciones Repo a uno, 35 y 90 días.

b. Medios de pago (M1)

Durante el año 2001, la tasa de crecimiento de M1 mantuvo la tendencia descendente observada desde noviembre del año anterior. Su crecimiento a fin de año fue de 12,1%, explicado por un crecimiento del efectivo de 14,8% y de las cuentas corrientes 10,0%. Estas tasas de crecimiento fueron significativamente menores que las registradas en el año 2000, 30,5%, 20,5% y 39,4%, respectivamente.

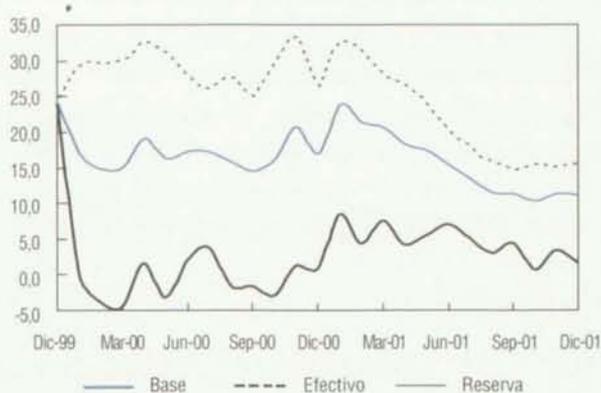
El bajo dinamismo en la demanda de M1 se explica, en gran parte, por la modificación del impuesto a las transacciones financieras, ya que en el año 2000 se exigía el pago de dicho impuesto a las trans-

Gráfico 26
Base monetaria y línea de referencia, 2001
(Miles de millones de pesos)

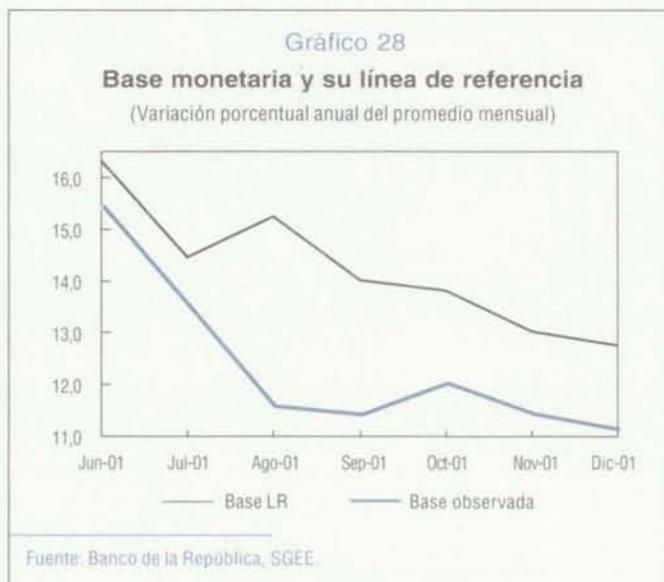


Fuente: Banco de la República, SGEE.

Gráfico 27
Base monetaria y sus usos
(Variación porcentual anual del promedio mensual)



Fuente: Banco de la República, SGEE.



ferencias entre cuentas de un mismo cuentahabiente, lo que había estimulado el fuerte crecimiento de las cuentas corrientes. En 2001 se eximieron dichas operaciones, lo cual indujo cambios en el portafolio del público hacia otros pasivos en detrimento de las cuentas corrientes.

En el cuarto trimestre del año, M1 aumentó levemente su tasa de crecimiento. En este período, dicho comportamiento fue consecuencia tanto del aumento en la demanda de efectivo, ya comentada, como del incremento en el ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes (Gráfico 29).

c. Agregado monetario ampliado (M3)

Contrario a lo sucedido con M1, la tasa de crecimiento anual del agregado monetario ampliado, M3, registró una apreciable recuperación, al pasar

de crecer 2,8% anual al finalizar el año 2000 a 9,7% anual en la misma fecha del año 2001 (Gráfico 30). La recuperación de los pasivos sujetos a encaje (PSE) durante el año se debió, principalmente, al mayor ritmo de crecimiento de las cuentas de ahorro y de los Repo con la TGN. Como se comentó, estos últimos, además de haber aumentado su participación dentro de los PSE, registraron altas tasas de crecimiento durante todo el año (Gráfico 31).

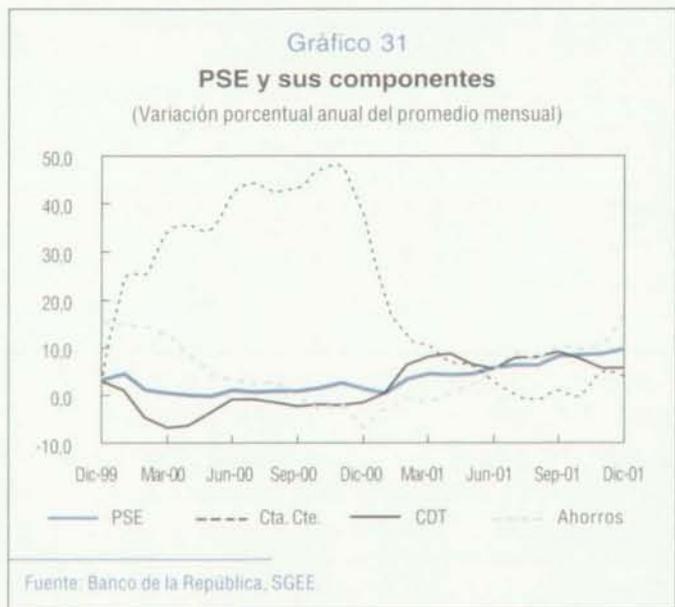
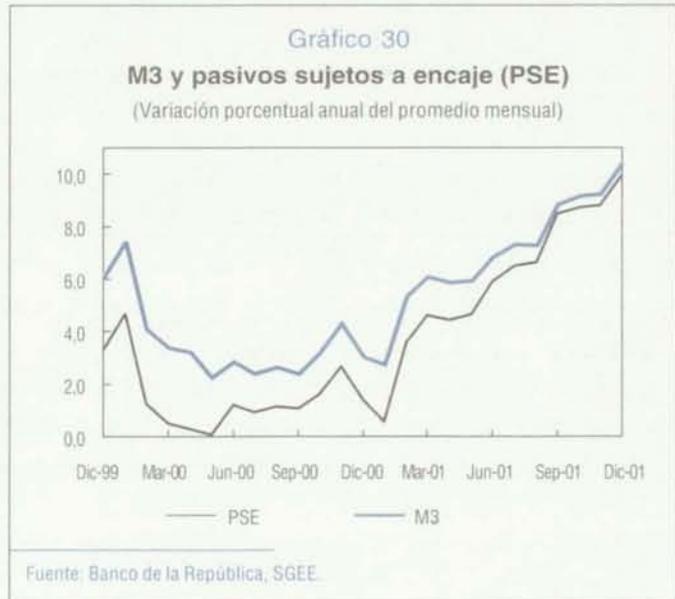
B. Mercado cambiario y política cambiaria

Al finalizar el año 2001, la tasa representativa del mercado (TRM) se ubicó en un nivel de \$2.291,2 lo que implicó una devaluación anual de 2,8% (Gráficos

32 y 33). En términos promedio, la tasa de cambio se incrementó \$212,4, 10,2%, al pasar de \$2.087,4 en el año 2000 a \$2.299,8 en 2001. El menor ritmo de depreciación del peso observado en la tasa de cambio en el fin de período refleja la mayor oferta de divisas que se presentó en la segunda mitad del año. En 2001 se puede identificar un primer semestre caracterizado por una tendencia devaluacionista de la tasa de cambio nominal, y un segundo semestre marcado por el fortalecimiento del peso. En efecto, mientras que la devaluación anual promedio entre enero y junio de 2001 fue de 14,8%, en el segundo semestre su ritmo se redujo a 6,1%.

1. Evolución del mercado cambiario

En el Cuadro 13, se presenta una estimación del exceso de oferta (signo negativo corresponde a demanda neta) de divisas de los principales agentes del mercado cambiario para el año 2001¹¹. A diferencia del año 2000, cuando el sector real de la economía enfrentó un exceso de demanda de divisas de US\$174 m, en el año 2001 se observó un exceso de oferta de divisas de US\$77 m, el cual se sumó a las ventas de divisas realizadas por la TGN por US\$934 m. Esta oferta fue absorbida por el Banco de la República al aumentar sus reservas internacionales en US\$629 m, adquiriendo dó-



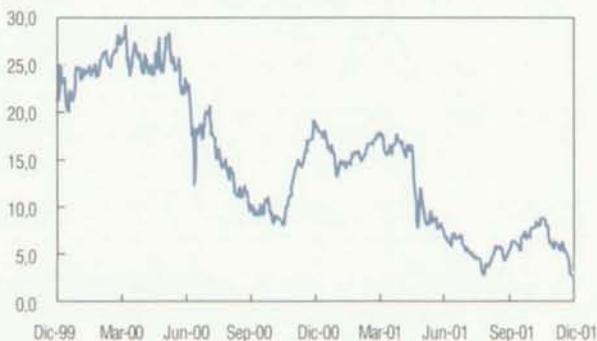
¹¹ La suma de las demandas netas de divisas de los distintos agentes económicos es igual a cero en cada período, reflejando el hecho que el mercado cambiario debe estar en equilibrio.

Gráfico 32
Evolución de la tasa representativa del mercado
 (Pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

Gráfico 33
Devaluación nominal anual, 2000-2001
 (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

lares en el mercado a través del mecanismo de subasta de opciones de venta de divisas y por el sector financiero que incrementó su posición propia de contado en US\$414 m. Se observa que hasta junio, la TGN se constituyó en la única fuente de oferta neta de divisas en el mercado, lo que contribuyó a moderar el incremento en la tasa de cambio durante la primera parte del año. En el segundo semestre, la oferta de divisas provino principalmente de las operaciones cambiarias realizadas por el sector real de la economía. Por otra parte, la compra de divisas del Banco de la República a través del mecanismo de subastas fue de US\$420 m en el segundo semestre, superior en US\$211 m a las del primer semestre del año.

2. Venta de divisas al Banco de la República:
ejercicio de opciones de venta

En el año 2001, el Banco de la República realizó subastas de opciones de venta de divisas para acumulación de reservas internacionales por US\$835 m, de los cuales se ejercieron US\$629.2 m (Cuadro 14). Es de señalar que aunque en 2001 los montos subastados disminuyeron en US\$180 m frente al año anterior, la utilización de las opciones se incrementó US\$310.6 m.

El comportamiento del mercado cambiario durante el año 2001 y la incertidumbre sobre su evolución futura en un contexto de turbulencia internacional y local, motivaron a la JDBR a introducir algunos ajustes al esquema de intervención en el mercado cambiario para el control de la volatilidad

Cuadro 13
Oferta neta de divisas por principales agentes económicos
(Millones de dólares)

	2000			2001		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Total	Ene-Jun	Jul-Dic	Total
A. Sector real	(250.5)	76.7	(173.8)	(382.0)	491.4	109.4
B. Variación PPC sector financiero 1/	219.3	(30.1)	189.2	(237.8)	(176.0)	(413.8)
C. Tesorería 2/	117.2	186.0	303.2	829.1	104.5	933.6
D. Intervención Banco de la República	(86.0)	(232.6)	(318.6)	(209.3)	(419.9)	(629.2)

1/ Corresponde a la posición propia de contado (PPC) - Superintendencia Bancaria.
2/ Excluye operaciones de compraventa de divisas realizadas por fuera del mercado cambiario.
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 14
Subastas de opciones de venta para acumulación de reservas internacionales
(Millones de dólares)

Fecha de la subasta 1/	Monto		Cupo	Prima			Monto ejercido
	Presentado	Aprobado		Mínima	Máxima	De corte	
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
2001							
Ene.	287,0	100,0	100,0	320,0	4.110,0	1.860,0	80,0
Feb.	405,7	75,0	75,0	212,0	7.100,0	5.560,0	69,3
Mar.	259,4	50,0	50,0	500,0	7.566,0	3.800,0	0,0
Abr.	240,5	50,0	50,0	312,0	5.570,0	3.000,0	0,0
May.	79,0	30,0	30,0	1.290,0	5.560,0	3.510,0	30,0
Jun.	123,0	30,0	30,0	3.960,0	10.000,0	9.550,0	30,0
Jul.	133,5	30,0	30,0	1.500,0	11.560,0	10.200,0	30,0
Ago.	86,5	30,0	30,0	1.000,0	12.500,0	6.000,0	30,0
Sep.	427,0	80,0	80,0	100,0	10.570,0	7.180,0	0,0
Oct.	222,4	100,0	100,0	100,0	11.000,0	5.780,0	100,0
Nov.	530,0	140,0	140,0	100,0	8.210,0	5.210,0	140,0
Dic.	448,0	119,9	120,0	210,0	10.200,0	6.010,0	119,9

1/ La subasta de opciones se realiza el último día hábil del mes anterior.
Fuente: Banco de la República.

de la tasa de cambio. En diciembre de 2001 se redujo el porcentaje requerido de fluctuación de la tasa de cambio para activar el mecanismo de subastas de opciones de compra o venta de divisas del 5% al 4% de desviación de la TRM respecto del promedio móvil de esta tasa en los últimos 20 días. Así mismo, se amplió el cupo de opciones de compra y venta de divisas para el control de volatilidad de US\$120 m a US\$180 m. Cabe reiterar que, desde la puesta en práctica de este mecanismo en diciembre de 1999, el

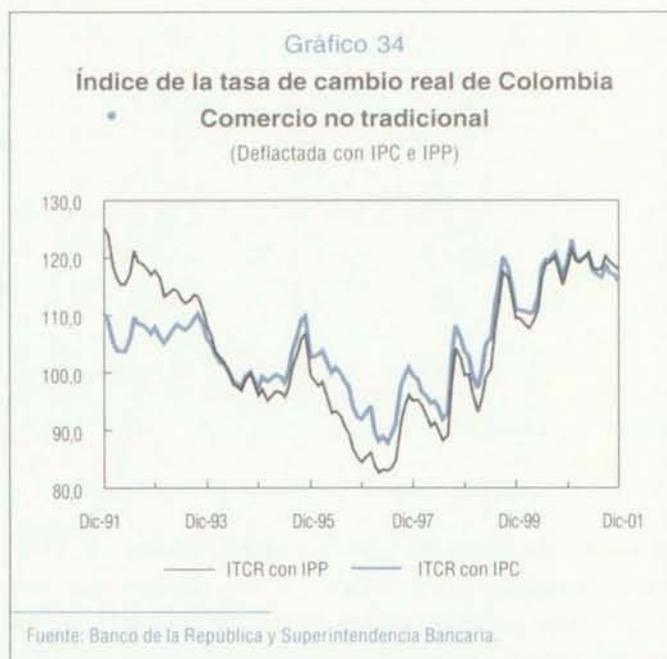
Banco de la República no se ha visto obligado a utilizarlo. De otra parte, se mantuvo inalterado el mecanismo de subastas de opciones para acumulación de reservas internacionales, según el cual, las opciones ejercidas de venta de divisas al Banco se ejercen siempre y cuando la TRM del día sea inferior al promedio móvil de los últimos 20 días.

3. Tasa de cambio real

En Colombia se ha utilizado tradicionalmente el índice de tasa de cambio real (ITCR) basado en la paridad del poder adquisitivo. Las variaciones en este índice reflejan la diferencia entre la devaluación nominal del peso colombiano frente a las 20 monedas de los principales socios comerciales del país y la brecha entre las inflaciones doméstica y externa. Se calcula un ITCR-IPP que utiliza el IPP para medir los precios internos y externos y otra ITCR-IPC que utiliza el IPC.

A diciembre de 2001 el nivel de ITCR-IPP registró una apreciación real anual de 3,3% y se ubicó en 115,8 con base 1994 = 100. A pesar de que la devaluación nominal del peso colombiano, 5,5%¹² a diciembre de 2001, fue superior en 2,8 puntos porcentuales a la registrada por sus 20 socios comerciales, dicho resultado no alcanzó a compensar los 6,3 puntos porcentuales de mayor inflación del productor que tuvo Colombia frente a los demás países. En efecto, debido a los bajos niveles de crecimiento económico y a la caída en el

precio internacional del petróleo, países como los Estados Unidos, Inglaterra y Argentina experimentaron en el año 2001 deflaciones en los precios al por mayor. En los precios al consumidor se dio una situación similar. Sin embargo, la diferencia entre inflación colombiana y externa medida a través del IPC fue menor, 3,3 puntos porcentuales, hecho que contribuyó para que el ITCR-IPC- se apreciara sólo en 0,5% y alcanzara un nivel a diciembre de 2001 de 117,9 (Gráfico 34).



¹² Esta cifra corresponde al promedio de diciembre de 2001 frente al promedio del mes de diciembre de 2000.

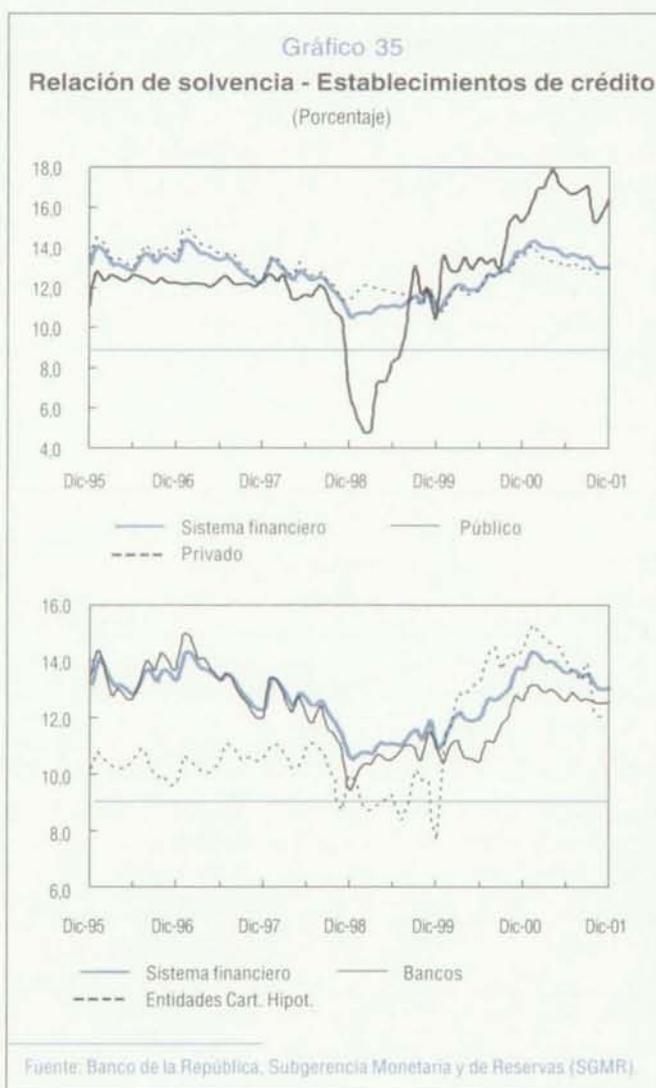
C. Situación del sistema financiero

La reducción de las pérdidas constituyó el hecho más destacado en materia del comportamiento del sistema financiero en 2001, continuando así con un proceso de mejoría posterior a la crisis experimentada durante 1998 y 1999. Después de unas pérdidas acumuladas cercanas a \$1.720 mm en diciembre de 2000, se registraron utilidades por \$286 mm en diciembre. Esta cifra, sin embargo, es aún baja comparada con el patrimonio. Así mismo, los indicadores de activos improductivos y de cartera vencida diferente a la hipotecaria mejoraron.

Por su parte, el indicador de solvencia del sistema financiero público muestra una rápida tendencia a la baja. Además, la dinámica de recuperación del crédito de cartera no fue lo suficientemente intensa como para lograr tasas de crecimiento positivas desde comienzos de 2001 y sólo hasta octubre el crecimiento de la cartera se tornó modestamente positivo.

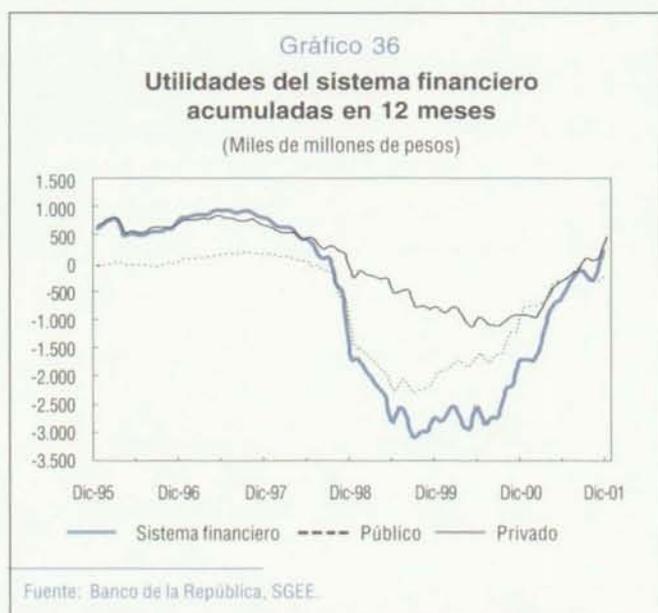
1. Solvencia¹³

El indicador de solvencia del conjunto del sistema financiero descendió paulatinamente hasta 13,1% en diciembre, después de haber registrado un tope de 14,4% en enero de 2001 (Gráfico 35). Al descomponerlo entre público y privado, el primero tuvo una fuerte recuperación entre octubre de 2000 y abril de 2001, que lo llevó hasta 17,9%, para cerrar en diciembre en 16,4%, nivel superior al del cierre de 2000. Este resultado señala que, al mismo tiempo



¹³ Patrimonio técnico / Activos ponderados por riesgo.

que se ha fortalecido patrimonialmente el sistema financiero público, el indicador de riesgo de sus activos productivos se ha elevado, degradando rápidamente su indicador de solvencia. Entre tanto, el del sector privado se redujo más lentamente de un tope de 14,0% en enero de 2001 a 12,6% en diciembre del mismo año (Gráfico 35). De cualquier forma, los indicadores se encuentran claramente por encima del nivel mínimo requerido (9,0%).



2. Rentabilidad

En lo corrido del año, las pérdidas del sistema financiero colombiano disminuyeron considerablemente. El estado de resultados acumulado en 12 meses en diciembre pasó de registrar pérdidas del orden de \$1.720 mm en diciembre de 2000 a utilidades por \$286 mm en igual mes de 2001. Las entidades públicas redujeron sus pérdidas de \$808 mm a \$182 mm, mientras que los privados arrojaron utilidades por \$468 mm contra pérdidas de \$912 mm (Gráfico 36).



Las menores pérdidas del sistema financiero se han reflejado en un aumento en el indicador de rentabilidad, de -2,0% en diciembre de 2000 a 0,3% en igual mes de 2001. La recuperación del indicador del sector público (de -4,8% a -1,1%) ha sido mayor que la del sector privado (-1,2% a 0,7%, Gráfico 37)¹⁴.

¹⁴ (Utilidades acumuladas en el año corrido $x (12/n)$) / (Activo total).

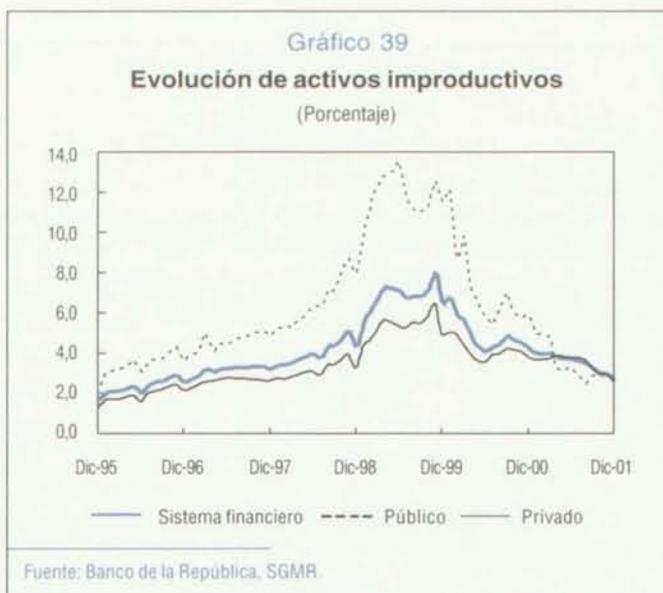
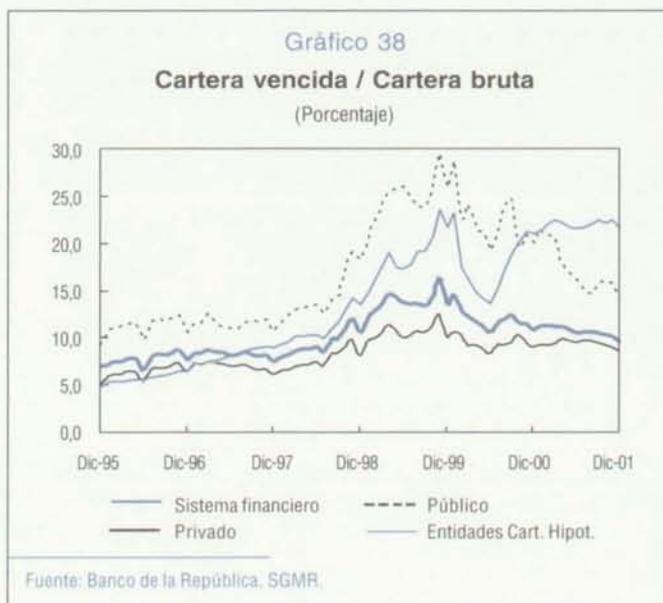
3. Calidad de los activos

La relación de cartera vencida a cartera bruta del sistema financiero en conjunto mejoró levemente, al reducirse de 10,7% a 9,3% entre diciembre de 2000 y diciembre de 2001. Por tipo de entidades, las privadas registraron una relación cercana al 8,5%, mientras que las públicas mostraron una importante mejoría, al pasar su relación de 20,2% a 14,1%. Aún es preocupante el alto nivel y la tendencia al alza de la cartera hipotecaria vencida, que creció de 20,8% a 21,4% en este mismo período (Gráfico 38).

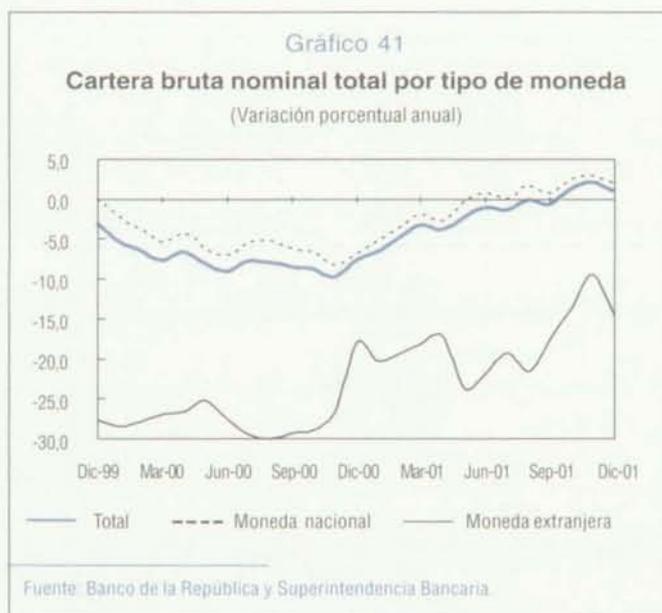
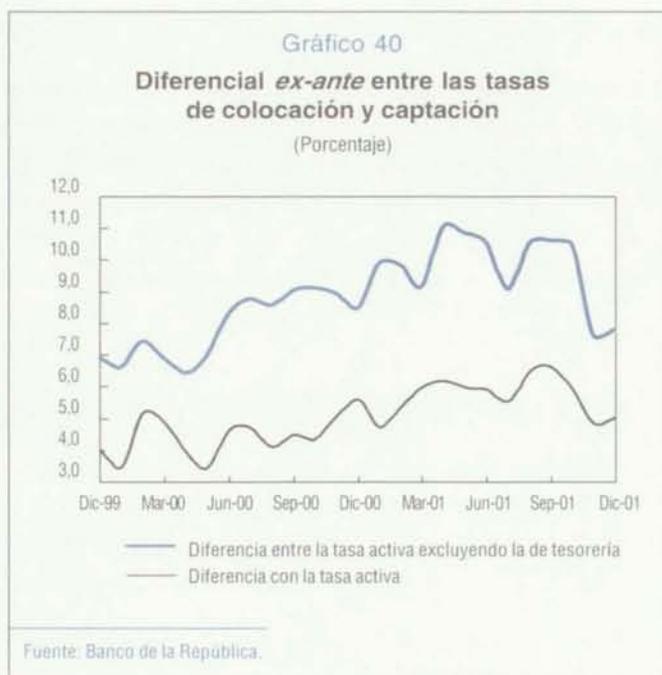
La relación de activos improductivos a activos totales del sistema financiero continuó mejorando, al pasar de 4,2% en diciembre de 2000 a 2,6% en similar mes de 2001 (Gráfico 39).

4. El diferencial entre tasas activas y pasivas

El diferencial bruto entre tasas activas y pasivas en el sistema financiero se redujo apreciablemente desde noviembre¹⁵. El diferencial, incluyendo la tasa de interés de créditos de tesorería, desde octubre de 2001 disminuyó de 6,6 a 5,1 puntos porcentuales en diciembre de 2001. Al evaluar el diferencial sin tener en cuenta las tasas de interés de colocación de los créditos de tesorería, también cayó de 10,4 en octubre de 2001 a 7,8 puntos porcentuales en diciembre de



¹⁵ Medido como la diferencia simple entre la tasa de colocación, ponderada por los montos nuevos de crédito ordinario, comercial, de tarjeta de crédito, preferencial y tesorería, y el indicador de captación de los DTF.



2001 (Gráfico 40). Vale la pena señalar que hasta septiembre, la tendencia del diferencial fue a incrementarse y que la caída en los diferenciales de intermediación *ex ante* ha obedecido a reducciones en las tasas de colocación diferentes a las de tesorería (ordinario, consumo, tarjetas de crédito y preferencial).

5. El crédito del sistema financiero

De acuerdo con los últimos balances mensuales consolidados del sistema financiero, disponibles en diciembre de 2001, el crecimiento anual de la cartera bruta de los créditos se situó en 1,0%, mostrando un pobre desempeño. Hasta septiembre su tasa de crecimiento anual fue negativa, tornándose positiva en los últimos tres meses del año (Gráfico 41). Por tipo de crédito, el de consumo evidenció el comportamiento más dinámico al llegar su crecimiento al 11,2%. Por

su parte, el crédito hipotecario continuó con un comportamiento negativo, pero revirtiendo su tendencia descendente. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento anual del crédito comercial, que había repuntado hasta el 6,9% en junio de 2001, se redujo a 2,8% (Gráfico 42).

El lento crecimiento de la cartera no parece ser consecuencia de un precario desempeño en el ahorro financiero o de restricciones en el suministro de liquidez primaria, ya que, según se mencionó anteriormente, M3 accele-

ró su ritmo de crecimiento a lo largo del año. Los mayores recursos a disposición del sistema financiero se han canalizado en gran parte a la compra de TES, como lo muestra la alta participación que éstos han ganado dentro de los activos financieros del sector (Gráfico 43). Este factor, junto con la existencia de un bajo nivel de actividad económica y la percepción de un alto grado de riesgo financiero e institucional, han sido los determinantes más importantes de la evolución reciente del crédito.



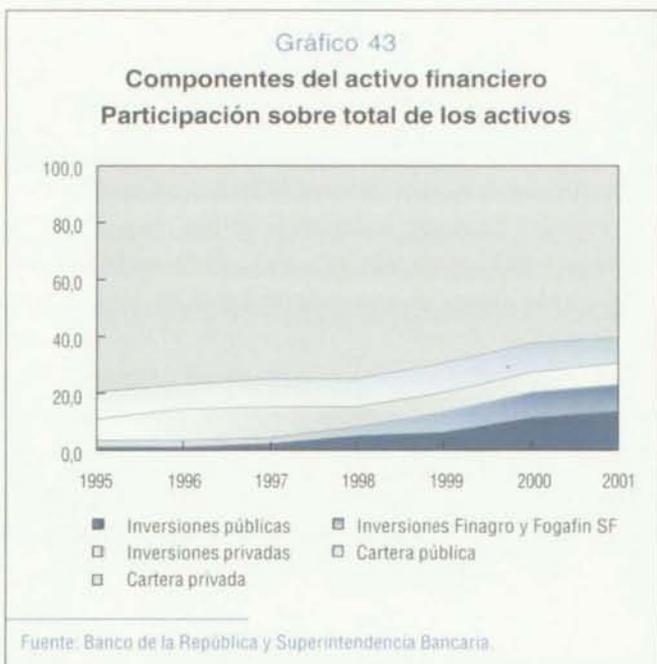
D. Política fiscal y progreso del programa de ajuste

1. Resultados fiscales de 2001

Al cierre del año 2001, el sector público consolidado acumuló un déficit por \$6.097 mm, que representa 3,3% del PIB anual. Frente al año 2000 se observa una situación fiscal semejante, con un leve deterioro en las finanzas del SPNF (Cuadro 15).

El objetivo inicial del Gobierno era alcanzar un déficit consolidado de 2,9% del PIB. La desaceleración de la actividad económica, que repercutió sobre el nivel de los recaudos, y el aumento de algunos gastos, condujeron a la revisión de la meta fiscal en la segunda parte del año. Esta revisión fue aceptada por el FMI dentro del programa de ajuste que se lleva a cabo con esa entidad.

Al interior del sector descentralizado es importante



Cuadro 15
Operaciones efectivas
Sector público consolidado

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2000	2001 (pr)	2000	2001 (pr)
Eléctrico	310,0	256,0	0,2	0,1
Emcali	(19,0)	141,0	(0,0)	0,1
EPM	7,0	293,0	0,0	0,2
FAEP	1.622,0	451,0	1,0	0,2
Ecopetrol	1.272,0	779,0	0,7	0,4
Telecom	(32,0)	355,0	(0,0)	0,2
Resto de entidades 1/	325,0	308,0	0,2	0,2
Seguridad social	766,0	1.100,0	0,5	0,6
Regional y local	(191,0)	26,0	(0,1)	0,0
Fondo Nacional del Café	(275,0)	(77,0)	(0,2)	(0,0)
1. Subtotal sector descentralizado	3.785,0	3.632,0	2,2	1,9
2. Gobierno Nacional	(10.082,0)	(10.774,0)	(5,9)	(5,8)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(6.297,0)	(7.142,0)	(3,7)	(3,8)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	877,0	1.393,0	0,5	0,7
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	30,0	327,0	0,0	0,2
D. Costo de la reestructuración financiera	(666,0)	(1.268,0)	(0,4)	(0,7)
E. Ajustes	275,0	593,0	(0,2)	(0,3)
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(5.781,0)	(6.097,0)	(3,4)	(3,3)

(pr) Preliminar.
1/ Incluye Carbocol en el año 2000.
Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

destacar el menor superávit fiscal tanto de Ecopetrol como del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP). En el caso de Ecopetrol, el deterioro fiscal se asocia en buena parte al menor precio externo y a la caída en la producción de crudo. La reducción del superávit del FAEP es consecuencia de la Ley 633 de 2000 que permitió a las entidades territoriales utilizar los recursos ahorrados en este fondo para cancelar y prepagar deuda con el sector financiero.

Por otro lado, durante el año 2001 las finanzas del Gobierno Nacional Central contabilizaron un déficit de \$10.774 mm, equivalente a 5,8% del PIB. Las rentas totales crecieron 21,2% y los ingresos tributarios 26,3% (Cuadro 16). Los impuestos más dinámicos durante el período fueron los de transacciones financieras, gasolina y renta, con crecimientos de 37,1%, 32,8% y 30,8%, respectivamente. El dinamismo observado en el recaudo de estos impuestos, al igual que en el IVA interno, está asociado a la reforma tributaria aprobada a finales del año anterior, la cual modificó algunas tarifas y bases gravables¹⁶. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que al final del año, los

¹⁶ En el caso de gasolina el crecimiento del recaudo se explica por la contabilización en este rubro de algunas contribuciones especiales.

Cuadro 16
Operaciones efectivas
Gobierno Nacional Central
(Miles de millones de pesos)

	2000	2001 (pr)	Crecimiento anual 2001/2000
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	22.680,5	27.489,0	21,2
A. Tributarios	19.643,8	24.802,2	26,3
Renta	7.661,4	10.022,0	30,8
IVA interno	5.903,9	6.931,5	17,4
IVA externo	2.449,9	3.079,4	25,7
Gravamen	1.679,6	2.150,1	28,0
Gasolina	833,0	1.106,4	32,8
Transacciones financieras	1.036,6	1.421,4	37,1
Otros	79,4	91,4	15,1
B. No tributarios	482,8	374,9	(22,3)
C. Fondos especiales	430,6	240,5	(44,1)
D. Recursos de capital	2.123,3	2.071,4	(2,4)
Rendimientos financieros	837,2	571,3	(31,8)
Excedentes financieros	1.152,9	1.320,0	14,5
Otros	133,2	180,1	35,2
II. Gastos totales (A + B + C + D)	32.943,8	39.043,6	18,5
A. Intereses	6.630,2	7.497,1	13,1
Externos	2.256,4	3.114,4	38,0
Internos	4.373,8	4.382,7	0,2
B. Funcionamiento	22.801,8	27.171,9	19,2
Servicios personales	4.675,0	5.279,6	12,9
Gastos generales	1.375,1	1.774,3	29,0
Transferencias	16.751,7	20.118,0	20,1
C. Inversión	2.679,4	2.904,0	8,4
D. Préstamo neto	832,4	1.470,6	76,7
Déficit o superávit de caja	(10.263,3)	(11.554,6)	12,6
III. Ajustes por causación	181,3	780,6	330,6
IV. Déficit (-) o superávit (+) (I - II + III) 1/	(10.082,0)	(10.774,0)	6,9
Costo de reestructuración financiera	666,2	1.267,7	90,3
V. Financiamiento (A + B + C + D)	(10.748,2)	(12.041,7)	12,0
A. Crédito externo neto	3.674,2	8.746,4	138,0
Desembolsos	5.730,6	12.589,8	119,7
Amortizaciones	2.056,4	3.843,4	86,9
B. Crédito interno neto	6.638,0	5.945,9	(10,4)
Desembolsos	12.006,0	13.870,9	15,5
Amortizaciones	5.368,0	7.925,0	47,6
C. Utilidades del Banco de la República	516,3	1.452,8	181,4
D. Otros	(80,3)	(4.103,4)	5.010,1
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(5,9)	(5,8)	

(p) Preliminar.
1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.
Fuente: Confis.

recaudos fueron inferiores en \$500 mm respecto a la meta inicial del Gobierno, debido al menor ritmo de actividad económica.

Por el lado del gasto, se observó un importante dinamismo, al crecer los pagos totales 18,5%. Dentro de los rubros que lo componen, los intereses de la deuda crecieron 13,1%, el funcionamiento 19,2% y la inversión 8,4%. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales crecieron 12,9%, los gastos generales 29,0% y las transferencias 20,1%. La expansión del rubro de gastos generales está asociada a la adquisición de equipo militar. Por su parte, el préstamo neto alcanzó \$1.471 mm.

El financiamiento del déficit del Gobierno provino de recursos del crédito y del traslado de utilidades del Banco de la República. El crédito externo neto alcanzó \$8.746 mm, producto de desembolsos por \$12.590 mm y amortizaciones por \$3.843 mm. El crédito interno neto, por su parte, se ubicó en \$5.946 mm, con desembolsos por \$13.871 mm y amortizaciones por \$7.925 mm. Las colocaciones de TES efectuadas durante el año alcanzaron \$13.085 mm.

El año 2001 se caracterizó por una política fiscal que puede considerarse activa. Sin embargo, éste no fue un rasgo constante a lo largo del año. A comienzos de 2001, por el contrario, con la entrada en vigencia de la reforma tributaria aprobada a finales de 2000, el Gobierno recaudó más impuestos. Esto redujo la demanda agregada en el corto plazo, como se señaló en el segundo capítulo de este Informe, pero facilitó el endeudamiento externo. A medida que avanzó el año, el gasto público, en particular el atribuido al Gobierno Central, creció aceleradamente, especialmente hacia finales del año, gracias a dicho financiamiento.

La evolución trimestral de los giros de la TGN durante el año 2001 permite ilustrar la cronología de expansión del gasto. Como se aprecia en el Cuadro 17 los giros correspondientes a funcionamiento se expandieron aceleradamente a medida que avanzó el año. En el último trimestre dichos giros registraron un aumento en términos nominales de 28,2%, lo que equivale en términos reales a un 20,5%. Este crecimiento se explica principalmente por la evolución de los giros por transferencias, que en este mismo trimestre crecieron en 40,1%, como consecuencia del traslado de los recursos que efectuó el Gobierno a las regiones en el último mes para el pago de primas y otros gastos laborales. Por su parte, los giros por servicios personales se incrementaron especialmente en el primero y tercer trimestre del año anterior, lo que coincide con los períodos en los cuales se pagaron los incrementos salariales del año a los empleados del sector público.

Cuadro 17
Tasa de crecimiento anual de los giros
de la Tesorería General de la Nación
 (Porcentaje)

	Trimestre de 2001			
	I	II	III	IV
Funcionamiento	12,1	17,8	20,1	28,2
Servicios personales	22,1	8,1	17,0	2,4
Gastos generales	54,4	40,1	22,9	18,3
Transferencias	5,4	19,5	13,3	40,1
Inversión	66,1	86,5	175,3	5,3
Deuda externa	5,8	196,3	3,4	13,0
Deuda interna	53,2	23,1	21,7	(37,9)

Fuente: Tesorería General de la Nación.

2. Progresos del programa de ajuste

Dentro del programa de ajuste macroeconómico que acordó el Gobierno con el FMI y que se sustenta en la reducción del déficit fiscal y en la ejecución de una política de financiamiento compatible con dicho ajuste, se diseñó una serie de criterios técnicos de evaluación trimestral. Para 2001 estas metas trimestrales se establecieron sobre: a) las reservas internacionales netas (RIN); b) la inflación a través del IPC acumulada en los últimos 12 meses; c) el balance global del sector público combinado, y d) los desembolsos netos de deuda externa de corto, mediano y largo plazo del sector público. El Cuadro 18 ilustra el cumplimiento de todas las metas del acuerdo macroeconómico a lo largo de 2001.

IV. DEUDA PÚBLICA Y SOSTENIBILIDAD FISCAL

A. La situación actual de la deuda pública

A finales de los años 80 y comienzos de los 90, las economías emergentes contaron con una importante oferta de fondos de crédito externo provenientes de las economías más desarrolladas, que estaban experimentando cambios significativos y un crecimiento importante de sus sistemas financieros. El proceso de liberalización financiera internacional le dio un vuelco al negocio de la intermediación, lo que llevó a una consolidación de los agentes, a una gran expansión de inversionistas institucionales y a un desarrollo sin precedentes de los instrumentos en este mercado. Un estudio reciente de la CEPAL estima que en los principales países desarrollados el

Cuadro 18
Criterios de cumplimiento del programa
con el Fondo Monetario Internacional, 2001 1/

	Marzo			Junio		
	Meta FMI (a)	Observado (b)	Diferencia (c)	Meta FMI (a)	Observado (b)	Diferencia (c)
Piso RIN (en millones de dólares)	8.900	9.077	177	8.980	9.203	223
Meta de inflación	8,70	7,81	(0,89)	8,90	7,93	(0,97)
Techo al déficit global del sector público consolidado, desde enero 1 de 2001 (en miles de millones de pesos)	1.000	908	(92)	2.600	2.437	(163)
Techo al desembolso neto acumulado de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público desde el 1 de enero de 2001 (en millones de dólares) 2/	460	408	(52)	1.210	684	(526)
Techo a los desembolsos netos acumulados de deuda externa de corto plazo del sector público desde el 1 de enero de 2001 (en millones de dólares)	80	0	(80)	80	80	0
	Septiembre			Diciembre		
	Meta FMI 3/ (a)	Observado (b)	Diferencia (c)	Meta FMI 3/ (a)	Observado (b)	Diferencia (c)
Piso RIN (en millones de dólares)	9.060	9.388	328	9.500	9.982	482
Meta de inflación	8,60	7,97	(0,63)	8,00	7,65	(0,35)
Techo al déficit global del sector público consolidado, desde enero 1 de 2001 (en miles de millones de pesos)	4.150	1.994	(2.156)	6.550	6.097	(453)
Techo al desembolso neto acumulado de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público desde el 1 de enero de 2001 (en millones de dólares) 2/	1.745	682	(1.063)	2.680	1.317	(1.363)
Techo a los desembolsos netos acumulados de deuda externa de corto plazo del sector público desde el 1 de enero de 2001 (en millones de dólares)	80	80	0	180	80	(100)
(c) = (b) - (a).						
1/ Las cifras han sido actualizadas con respecto a reportes anteriores.						
2/ La cifra de desembolsos externos netos de mediano y largo plazo del sector público fue superior a la meta. No obstante, al incluir la cláusula según la cual al exceso de financiamiento externo de este plazo se le puede restar la acumulación de activo en el exterior, se obtiene como resultado las cifras aquí incluidas en cada trimestre.						
3/ Corresponde a una meta indicativa y no a un criterio de cumplimiento.						
Fuente: Banco de la República.						

número de empresas inversionistas, compañías de seguros y fondos de pensiones se multiplicaron por cuatro entre 1987 y 2000¹⁷. Se consolidó

¹⁷ R. Studart (2001). "Integración financiera en América Latina", CEPAL, Mimeo.

con ello lo que se conoce en la literatura económica como el proceso de integración y globalización de los mercados de capitales.

Aunque las economías emergentes participaron en el proceso en menor proporción que los países desarrollados, estos movimientos implicaron un aumento notable en los flujos de capital privados hacia ellas. En el estudio citado se muestra que la participación de estos países en dichos flujos aumentó cinco veces entre 1987 y 1997, y en los flujos de inversión extranjera directa (IED) se incrementó nueve veces. Dentro de este grupo de países, América Latina tuvo un papel destacado. Las reformas estructurales y la liberalización de los mercados de capitales en la mayoría de países crearon las condiciones para que esta afluencia de capitales encontrara un ambiente propicio para generar más inversión y crecimiento económico. Sin embargo, a partir de 1998, con el advenimiento de las crisis rusa y la asiática, los flujos de capitales que antes habían llegado salieron masivamente de la región y nuevamente la participación de los países en las corrientes financieras regresó a sus niveles históricos.

El ciclo descrito de los capitales externos jugó un papel en el proceso de endeudamiento externo público y privado en los países de América Latina durante la década pasada y comienzos de la actual. Por esta razón, para poder comprender la dinámica del financiamiento público de la región en los años 90 es necesario tenerlo en cuenta. En un importante grupo de países, no obstante, fue el sector privado -y no el público- el que incrementó su nivel de endeudamiento externo para financiar sus necesidades de expansión. En algunos casos, también el sector público demandó estos capitales con el objeto de financiar un mayor nivel de gasto público sin necesidad de aumentar al mismo ritmo los impuestos.

En otros países, especialmente en el caso de Colombia, el sector público no comenzó a endeudarse externamente de manera importante sino hasta la segunda mitad de la década. Al tiempo que se producía esta afluencia de capitales, la forma en la cual se interpretó la Constitución de 1991 dio lugar a un aumento del gasto público en más de 10 puntos del producto, al tiempo que los recaudos de impuestos sólo aumentaron en cuatro puntos del PIB.

En suma, se puede afirmar que como consecuencia no solamente de la expansión del gasto sino de la abundante oferta de financiamiento interno y externo, la deuda pública total de Colombia tuvo un crecimiento acelerado durante los años 90. Su tasa de crecimiento nominal anual fue de 29,4% entre 1996 y 2001. Actualmente la deuda bruta como proporción del PIB representa un 54,2% del PIB, de la cual un 27,0% del PIB es deuda interna y un 27,2% del PIB es deuda externa. En 1995 estas proporciones eran de

26,0% del PIB para la deuda pública total y de 11,8% del PIB y 14,2% del PIB, para la interna y la externa, respectivamente.

Como consecuencia del aumento de la deuda, los pagos de intereses por este concepto se han incrementado en los últimos años. Actualmente representan un 5,4% del PIB, mientras que a comienzos de los años 90 eran de 3,1%.

Sin embargo, lo preocupante no es únicamente el nivel actual de la relación de la deuda pública al producto, sino el hecho de que hacia el futuro es previsible que siga creciendo en la medida que persista el desequilibrio de las finanzas y la dinámica del gasto público. En este sentido, se configuran dos escenarios posibles: 1) que el país siga teniendo acceso a recursos externos en forma bastante atípica al compararlo con lo ocurrido en otros países del continente, o 2) que se limite el acceso a los mercados de capitales y no sea posible seguir financiando con crédito el desequilibrio fiscal. Ninguno de los dos escenarios está exento de problemas. En el primero de ellos, con la dinámica que trae el endeudamiento público se corre el riesgo de llegar a una situación de insostenibilidad, a menos que se adopten los correctivos necesarios para equilibrar la situación de las finanzas del Estado. En el segundo escenario, el país se vería abocado a una disyuntiva que consiste en financiarse internamente, con consecuencias muy poco favorables sobre la tasa de interés y el crecimiento, o realizar un ajuste fiscal abrupto que podría resultar traumático en el corto plazo.

1. Algunas comparaciones internacionales

La información disponible sobre la deuda pública para algunos de los países europeos que suscribieron el Acuerdo de Maastricht, muestra que la mayor parte tenía una relación deuda pública/PIB cercana al 60,0% en el año 2000. Algunos como España, Francia y Alemania tenían una proporción similar a este límite, mientras que otros como Irlanda, Finlandia y Holanda se encontraban por debajo. Italia, por su parte, tenía un nivel de deuda pública/PIB superior al 100%, al igual que el Reino Unido, que no pertenece a la unión monetaria.

En el continente americano, en el año 2000, México registraba una proporción de deuda pública/PIB de 23,5%, mientras que esta misma relación para los Estados Unidos era de 35,0%. En Argentina, a finales de 2001 la relación deuda pública/PIB era de 47,0%. Después de la devaluación, en marzo de 2002, se estima que esta proporción supere el 100% del producto. La proporción que registra actualmente Colombia (54,2%) es relativamente alta con respecto a los dos últimos países, aunque sigue siendo más baja que la de las naciones europeas y que la de Argentina luego de la devaluación cambiaria.

En general, en la literatura económica que se ha concentrado en el estudio de los países que han experimentado crisis cambiarias en los últimos cinco años, se le otorga un papel destacado no tanto al nivel, sino a la evolución de la deuda pública como indicador de vulnerabilidad macroeconómica. Tanto en la reciente crisis argentina como en la de Turquía -acaecida en 2001- el crecimiento de la deuda pública durante la década anterior fue un síntoma particular de los desequilibrios que finalmente condujeron a las devaluaciones abruptas de sus monedas. En Turquía, la deuda pública como porcentaje del PIB pasó de 45,0% a 62,0% durante los años 90. La parte interna lo hizo de 20,0% a 45,0% del producto, más que duplicándose. En el caso argentino, la deuda pública/PIB pasó de 20,7% a 47,0% entre 1990 y 2000, mientras que la interna creció en cuatro veces al pasar de menos de 5,0% a 22,0% del producto.

En ausencia de estadísticas sobre deuda pública total para una muestra mayor de países similares a Colombia, en el Gráfico 44 se presentan, como porcentaje del PIB, los niveles de la deuda externa total y del balance fiscal correspondiente al sector público no financiero (SPNF) para varios países de América Latina en el año 2000. Allí se puede ver que existe una relación positiva entre los niveles de endeudamiento y el déficit fiscal, lo que sugiere que en la mayoría de los casos es efectivamente el sector público el que más acude al financiamiento externo. Se destacan algunas naciones con deudas externas altas y superávit fiscal como Chile y Ecuador. En estos casos, el sector privado está más endeudado que el público. También hay otros casos atípicos, como en el Paraguay, con deudas externas bajas pero importantes déficit en las cuentas fiscales. El caso más extremo lo constituye Nicaragua, en donde el nivel de la deuda externa supera el 200% del PIB y el déficit fiscal es de más de siete puntos del producto.

En el contexto latinoamericano, Colombia posee una deuda bruta externa como proporción del PIB inferior al promedio (49,0% frente a 57,0%), pero el déficit fiscal del sector público no financiero supera la media de los países considerados en el análisis (3,4% frente a 2,2% en el año 2000). En el Gráfico 44 se observa que la situación de las dos variables es semejante a la de Argentina, Brasil y Perú.

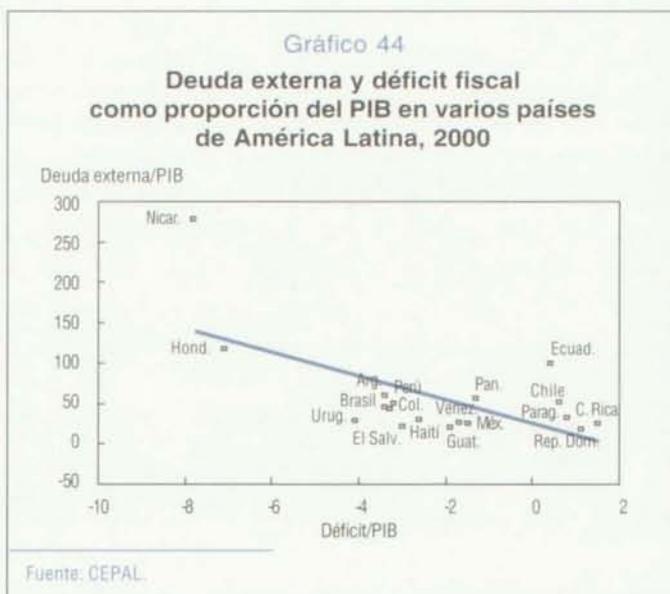
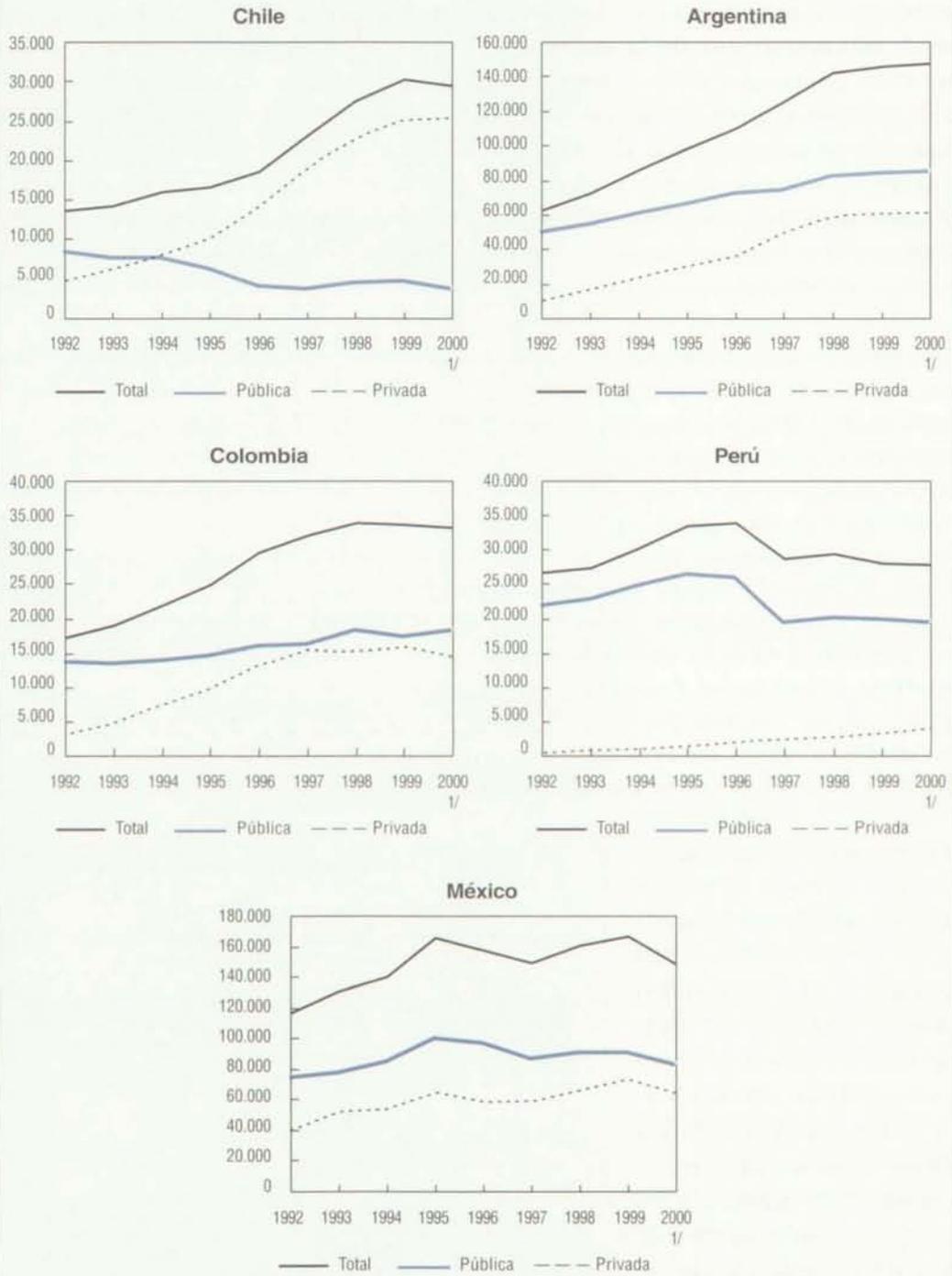


Gráfico 45
Deuda externa total, pública y privada, 1992 - 2000
 (Millones de dólares)



^{1/} Cifras preliminares.

Fuente: CEPAL.

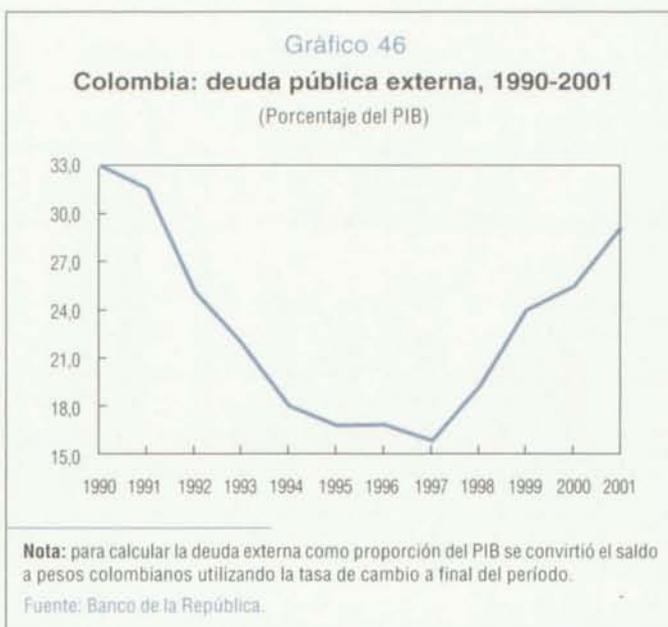
Con el objeto de separarla en sus componentes, en el Gráfico 45 se aprecia la evolución de la deuda externa total, pública y privada en algunos de estos países de América Latina. Como se puede observar, en Chile, Argentina y Colombia se registró un aumento muy importante de la deuda externa total durante la década de los 90, mientras que en Perú y México este saldo aumentó en la primera parte de dicha década y luego comenzó a disminuir. En los tres primeros países, además, el endeudamiento privado jugó un papel fundamental en las tendencias del endeudamiento externo, principalmente en Chile, pero este saldo se ha estabilizado o incluso tendido a la baja en los últimos años. En Chile, Perú y México el endeudamiento público externo también ha disminuido. En estos tres países se ha realizado o se está realizando un ajuste fiscal exitoso. En cambio, en Colombia y Argentina ha tendido a aumentar revelando la persistencia de un desequilibrio financiero en el sector público.

2. Evolución de la deuda pública en Colombia

a. Deuda pública externa

El endeudamiento externo del sector público como porcentaje del PIB en Colombia disminuyó apreciablemente entre 1990 y 1996. En efecto, la participación del saldo de la deuda pública externa en el PIB descendió de 27,9% a 12,9% entre estos dos años (Gráfico 46).

La reducción del saldo de la deuda externa en la primera parte de la década fue el resultado de una política explícita seguida por las autoridades económicas que buscaron financiar el desequilibrio fiscal con fuentes internas de recursos. También contribuyó el hecho de que durante estos años se aumentaron los impuestos, se realizaron varias privatizaciones y se otorgaron las licencias para la operación de la telefonía celular. Estos recursos se utilizaron para financiar el creciente déficit público e incluso permitieron pagar anticipadamente alguna parte de esta deuda externa. El fenómeno de la apreciación cambiaria

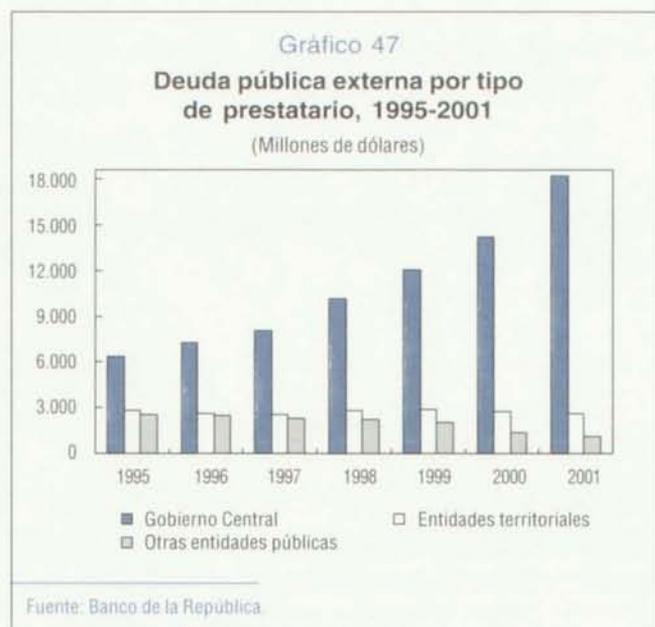


durante buena parte de este período también ayudó a que el saldo de la deuda en pesos disminuyera.

Sin embargo, con el advenimiento de la crisis económica y financiera entre 1998 y 2001, el entorno internacional cambió abruptamente y el sector público tuvo que acudir en mayor medida a los mercados externos para financiar el desequilibrio fiscal. Por esta razón la deuda pública externa se incrementó, especialmente a partir de 1998. Así como en el período anterior la apreciación permitió que la deuda externa disminuyera, en los últimos años de la década, la fuerte depreciación fue otro de los factores que explicó el aumento de este saldo en pesos. Así mismo, la relación deuda externa pública/PIB se incrementó por el efecto de un menor crecimiento del producto.

Actualmente, la deuda pública externa representa un 60% del total de la deuda externa del país. Esta proporción se ha incrementado en los últimos cinco años, dado que el sector privado no ha seguido endeudándose de manera tan importante como lo hizo a comienzos de la década. Como proporción de las exportaciones de bienes y servicios la deuda pública externa representa 151%, y como proporción de las reservas internacionales 232%.

El aumento en el nivel de endeudamiento público externo se ha reflejado en el pago de intereses. Mientras que en 1995 dichos pagos representaban 1,1% del PIB, en el año 2001 eran 2,1% del PIB. Este último porcentaje aún es manejable pero pone de presente la urgencia de consolidar el ajuste fiscal como mecanismo para evitar que la deuda y los pagos de intereses crezcan excesivamente en los próximos años.



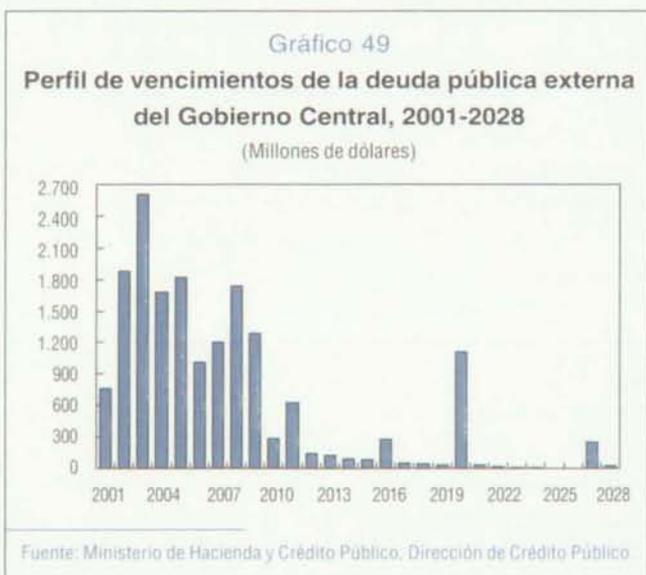
La evolución de la deuda pública externa en los últimos años debe atribuirse en mayor medida al endeudamiento del Gobierno Nacional Central (GNC), el cual representa el 82,3% del saldo de la deuda externa total. En el Gráfico 47 se aprecia cómo la deuda externa del Gobierno Central, prácticamente se triplicó entre 1995 y 2001, al pasar de US\$6.367,0 m a US\$18.188,0 m. En el Gráfico 48 se muestra que este proceso vino acompañado

de un cambio en el tipo de prestamista. En 1995, la principal fuente de endeudamiento del GNC eran los organismos multilaterales. A partir de 1996, los bonos colocados en los mercados internacionales empezaron a constituir la principal fuente de financiación externa, llegando a representar el 51% de la deuda externa total del gobierno al final del año 2001. El endeudamiento con la banca multilateral aumentó especialmente desde 1998, mientras que las demás fuentes de financiamiento perdieron importancia en los últimos años.

De otro lado, un 80% de la deuda contratada por el GNC se encuentra en dólares, un 15% en euros y un 5% en yenes. Del total de la deuda, un 64% está pactada a tasa fija, un 25% a tasa variable y un 12% a tasa semivariable.

El perfil de vencimientos de la deuda pública externa se presenta en el Gráfico 49. Allí se aprecia que entre los años 2002 y 2003 se concentra una parte importante de los pagos por amortizaciones. Es un criterio que ha utilizado la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda, en el diseño de la estrategia de endeudamiento externo del país, que la contratación de nueva deuda debe realizarse teniendo en cuenta que las amortizaciones no sobrepasen un 15% del saldo de la deuda en cada año. En el año 2003 las amortizaciones estarán cercanas a este límite, alcanzando US\$2,600 millones (3,2% del PIB).

En el año 2001, a diferencia del GNC, el resto del sector público obtuvo la mayor parte de su financiamiento externo de los organismos multilaterales. El



grueso de la deuda externa de este sector se concentra en la empresa Metro de Medellín (US\$674 m), seguida por las Empresas Públicas de Medellín (US\$666 m), la Central Hidroeléctrica de Urrá (US\$296 m), la ciudad de Bogotá (US\$301 m), Ecopetrol (US\$303 m) y Emcali (US\$217 m)¹⁸ (Cuadro 19).

b. Deuda pública interna

La deuda pública interna presentó un crecimiento más acelerado que la deuda externa entre 1995 y 2001. Debido a la existencia de fondos disponibles en la economía en el sector financiero y el sector privado y al mecanismo comúnmente utilizado de obligar a las entidades públicas con excedentes a invertir en títulos de deuda pública, el Gobierno Nacional tuvo a su disposición una oferta creciente de recursos a nivel interno. A esta oferta de

Cuadro 19
Deuda externa de mediano y largo plazo, según prestamista y prestatario
Saldo vigente a septiembre de 2001
(Millones de dólares)

Entidades	Multilaterales	Bilaterales	Banca comercial	Proveedores	Bonos	Total
Gobierno Nacional	4,889	210	1,457	41	10,676	17,273
Ecopetrol	0	206	90	7	0	303
Telecom	6	20	49	33	0	108
ISA	279	11	1	0	0	291
Fondo Nacional de Caminos Vecinales	43	3	0	0	0	46
Satena	0	0	0	30	0	30
Instituto de Adecuación de Tierras	12	0	0	0	0	12
ICFES	13	0	0	0	0	13
Fondo Vial Nacional	188	0	0	0	0	188
Federación de Cafeteros	0	0	60	0	0	60
Antioquia	11	4	0	0	0	15
CHEC	0	4	26	0	0	30
CAR - Cundinamarca	35	15	0	0	0	50
Corelca	0	9	20	0	0	29
Urrá	8	0	177	111	0	296
Bogotá, D.C.	72		229	0	0	301
Cartagena	21		0	0	0	21
EAAB	96	39	0	0	0	135
EEEB	0	11	0	0	0	11
ETB	0	0	102	31	0	133
Emcali	63	117	5	32	0	217
EPM	516	89	59	2	0	666
Metro de Medellín (ETMVA)	0	239	435	0	0	674
Otras	15	17	12	25	0	69

Fuente: Banco de la República.

¹⁸ Debido a las dificultades financieras de la empresa Metro de Medellín, la Central Hidroeléctrica de Urrá y Emcali, es probable que el Gobierno Nacional termine por asumir estas obligaciones, que en total representan US\$1,200 m.

recursos también contribuyó la Ley 100 de 1993, que creó los fondos privados de pensiones, que han invertido desde entonces una parte muy importante de sus recursos en títulos de deuda pública.

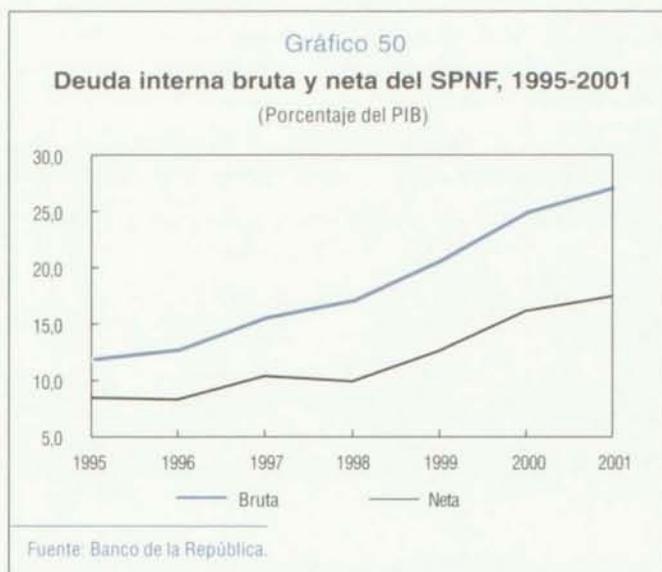
Los instrumentos de deuda utilizados por el Gobierno para capturar estos recursos fueron los Títulos de Tesorería (TES). Los mercados de capitales en Colombia, al igual que en otros países en desarrollo, tienen la característica de ser llanos e ilíquidos, con una base de inversionistas muy limitada. Por esta razón el sector privado ha dependido de manera importante del crédito del sector financiero. En este tipo de entorno, las emisiones de papeles de deuda pública se convirtieron en una alternativa atractiva de inversión en el mercado doméstico de capitales.

El mercado de títulos de deuda interna está constituido principalmente por los bonos expedidos por el Gobierno Nacional. Otras entidades como Fogafin y Finagro emiten títulos, pero éstos no tienen tanta importancia como los TES. El acervo total de TES B ascendía en diciembre de 2001 a \$31.300 m.

El crecimiento anual promedio de la deuda interna bruta, representada por dichos títulos y por las demás obligaciones con el sistema financiero, fue de 31,4% entre 1995 y 2001. Entre estos dos años el valor de la deuda bruta pasó de representar 11,8% a 27,0% del PIB. Al igual que en el caso de la deuda externa, el endeudamiento interno público se concentra en el Gobierno Nacional. En el año 2001, la participación del Gobierno en la deuda interna es de 82,8%, el de las entidades territoriales de 11,3%, y el del resto de entidades del SPNF de 6,0%.

De otra parte, es importante diferenciar la deuda interna bruta de la deuda interna neta. Esta última se obtiene al descontar del valor de la deuda bruta la deuda contratada entre entidades del sector público. Como se aprecia en el Gráfico 50, la deuda neta representó cerca de un 65,0% de la deuda bruta en el año 2001 y como proporción del producto se situó en 17,5%.

Infortunadamente no existen estadísticas para los primeros años de la década de





los 90 sobre la evolución de la deuda interna bruta o neta del SPNF. Sin embargo, el Banco de la República ha podido reconstruir un registro de la deuda del Gobierno Central representada en los títulos más significativos de diferentes clases y categorías como son los TES B, los bonos agrarios, los bonos para la paz, y los bonos de valor constante, entre otros. En el Gráfico 51 se aprecia la evolución de la deuda in-

terna del Gobierno en bonos como porcentaje del PIB. Como se observa, dicha deuda pasó de representar un 2,7% en 1992 a un 20,9% del PIB en 2001.

Mientras que la deuda interna del Gobierno Central está representada fundamentalmente en bonos, la deuda de las entidades territoriales y del resto del SPNF está contratada en su mayor parte con los bancos comerciales. Los bonos en este tipo de entidades representan una porción relativamente baja de la deuda interna total, aunque en los últimos años han venido ganando importancia como mecanismo de financiación (Gráfico 52).

De acuerdo con la información reportada al Banco de la República, un 40,2% de los títulos TES B emitidos por el Gobierno Nacional se encuentran en poder del sistema financiero, incluyendo el Fogafin, el Banco de la República, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de fondos de cesantías y pensiones. El sector privado no financiero posee un 14,5% de los TES y el sector público mantiene el 45,2% restante.

En el Gráfico 53 se presenta el perfil de vencimientos de la deuda interna del GNC en los próximos años. Como se aprecia, se registrará una importante concentración de los vencimientos en los años 2002, 2004, 2006 y 2011.

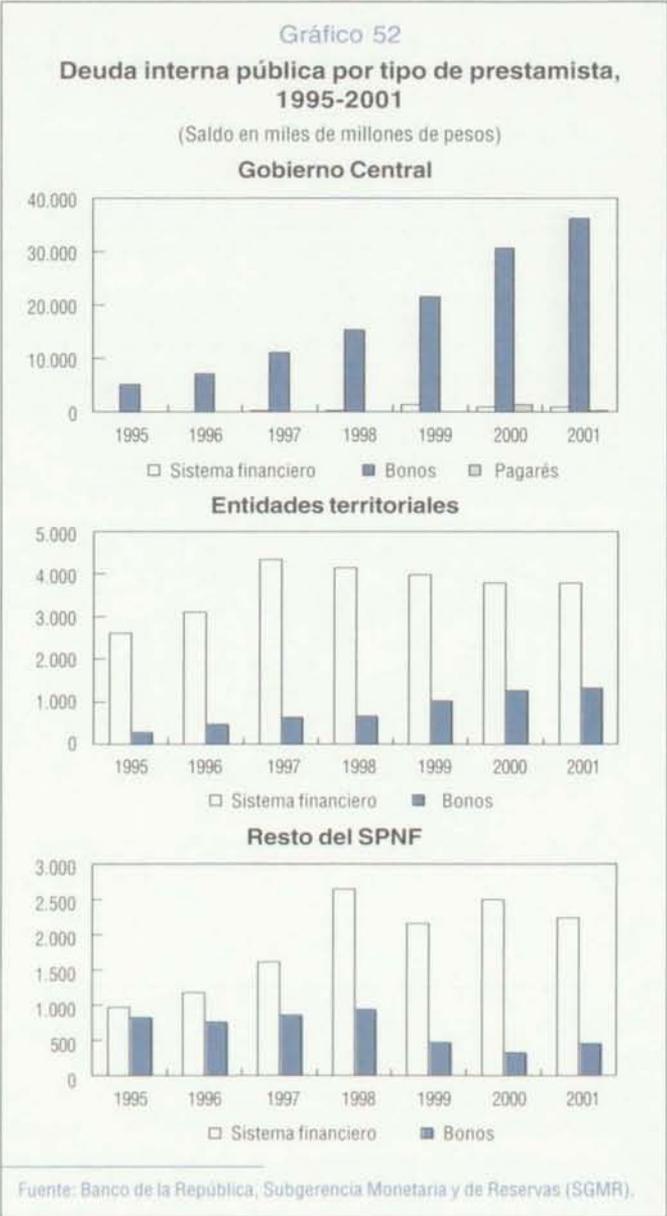
Por concepto de la deuda pública interna, los pagos de intereses se duplicaron en los seis últimos años. En 1995 estos pagos representaron un 1% del PIB para el SPNF, mientras que en 2001 esta proporción fue de 2,7%.

B. Sostenibilidad de la deuda pública

Como ya se señaló, el crecimiento del gasto público en Colombia durante los años 90 fue más acelerado que el de los ingresos tributarios, lo cual llevó a un

rápido incremento de la relación deuda pública al PIB. En la actualidad la magnitud de la deuda es grande si se la compara con la de otros países del continente. Pero más que el nivel, que comienza a ser preocupante, lo crítico sigue siendo su evolución atada estrechamente a la del gasto público y a la distribución de la carga tributaria, tal como ha sido señalado en un trabajo reciente de Posada y Arango (2000)¹⁹.

El endeudamiento público puede verse como un proceso acumulativo mediante el cual la deuda neta al final de un determinado año es función de la deuda existente en el período anterior más los intereses sobre esta deuda y el balance primario del período corriente. La magnitud del balance primario necesario para hacer sostenible la deuda pública se establece a partir de la relación deuda/PIB, la tasa de crecimiento del PIB real y de la tasa de interés real a las que está contratada esta deuda pública²⁰.



La literatura económica ha establecido que la condición de largo plazo para que la deuda pública sea sostenible es que se genere un superávit primario.

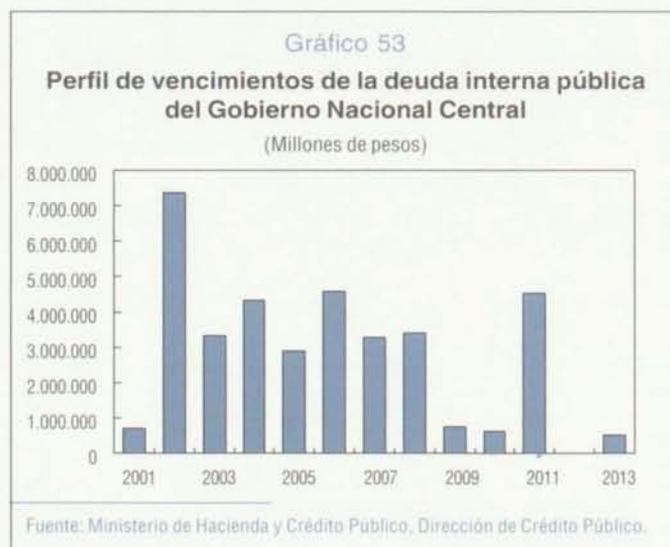
¹⁹ Posada, Carlos Esteban y Luis Eduardo Arango (2000). "¿Podremos sostener la deuda pública?" *Borradores de Economía*, No. 165, Banco de la República.

²⁰ El déficit primario se define como:
 Def. prim. = Deuda/PIB * ((g-r)/(1+g)) donde, Def. prim.: déficit (o superávit, cuando tiene el signo menos (-)) primario.
 g: tasa de crecimiento del PIB real.
 r: promedio ponderado de las tasas de interés reales a las que está contratada la deuda pública.

Sin embargo, durante los años 90 el balance primario se volvió deficitario para el Gobierno Central -y en 1999 también lo fue para el SPNF- al crecer el gasto público en una proporción mayor que los ingresos fiscales. Adicionalmente, la tasa de crecimiento del PIB se desaceleró y se registraron varios episodios de aumentos en las tasas de interés.

La condición de sostenibilidad de la deuda debe calcularse para el mediano plazo, y no de un año a otro. Sin embargo, si se sustituye la deuda bruta/PIB,

que es de 54,2%, y se tiene en cuenta que la tasa de crecimiento de la economía fue aproximadamente de 2,0% real en 2001 y que las tasas de interés promedio ponderadas de la deuda pública son de alrededor de 7,2% real, se obtiene que el superávit primario debería ser de 2,7% del PIB para que la deuda pública fuese sostenible (Cuadro 20). Si se toma la deuda neta/PIB (44,7%) y se sustituye



Cuadro 20
Superávit primario necesario para hacer sostenible la deuda pública a diferentes tasas de crecimiento y de interés reales
(Porcentaje)

Crecimiento del PIB	Tasas de interés	Deuda bruta / PIB 54,2	Deuda neta / PIB 44,7
	7,15		
1,0		3,30	2,72
2,0		2,74	2,26
3,0		2,18	1,80
4,0		1,64	1,35
	6,15		
1,0		2,76	2,28
2,0		2,21	1,82
3,0		1,66	1,37
4,0		1,12	0,92
	5,15		
1,0		2,23	1,84
2,0		1,67	1,38
3,0		1,13	0,93
4,0		0,60	0,49

Fuente: Cálculos basados en Posada y Arango, 2000. Los saldos de las deudas neta y bruta como porcentaje de PIB se basan en estadísticas del Banco de la República.

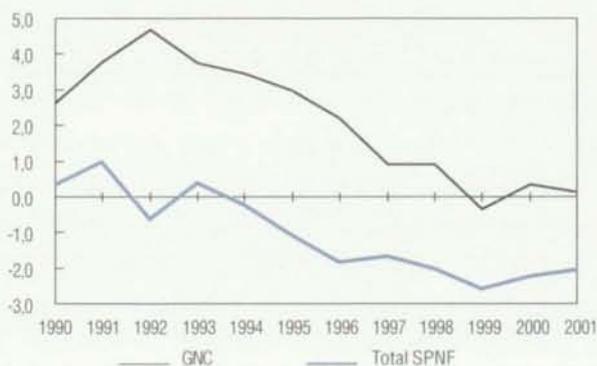
en esta ecuación se obtiene que el superávit primario necesario para que la deuda sea sostenible a una tasa de crecimiento del 2,0% de la economía, es de 2,3%. Si la tasa de crecimiento de la economía en el más largo plazo aumenta a 4,0% real, se requeriría un menor superávit primario, de alrededor de 1,4% del PIB.

En general, por cada punto de mayor crecimiento real de la economía se disminuye el balance positivo

primario necesario en 0,5% del PIB. Así mismo, por cada punto de menor tasa de interés real éste disminuye en la misma proporción. En cambio, por cada 10 puntos de aumento del endeudamiento público se requiere un balance primario mayor en 0,7% del PIB por año. Si, además, se tuviera en cuenta el pasivo pensional del SPNF, el superávit primario necesario sería muy superior a los niveles aquí presentados.

En suma, los cálculos más simples de sostenibilidad de la deuda pública indican que el Estado colombiano tendrá que hacer un esfuerzo importante en los siguientes años para generar superávits primarios en sus cuentas con el fin de evitar que la deuda pública se torne insostenible. El tamaño del superávit dependerá de la senda de crecimiento que siga la economía. Si esta senda de largo plazo se sitúa alrededor del 3,0% como parecen señalarlo los modelos estimados por el Banco de la República y el DNP, el superávit necesario estaría alrededor del 2,0% del PIB. Una proporción así es difícil de lograr a pesar de la situación de equilibrio registrada en el balance primario durante los dos últimos años (Gráfico 54).

Gráfico 54
Balance primario del sector público no financiero
y del Gobierno Nacional Central
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República.

Recuadro 2

EL PROBLEMA DE LA DEUDA PÚBLICA EN LOS AÑOS 80

Durante los primeros años de la década del 80 Colombia experimentó un proceso de deterioro económico que tuvo lugar en medio del cierre de los mercados financieros internacionales, debido al problema de la deuda externa que enfrentan varios países de América Latina. En Colombia desde el año 1978 se observó un aumento en el

tamaño del déficit público, especialmente por el incremento de los gastos de inversión en el sector eléctrico, que se reflejó sobre los niveles de endeudamiento. Mientras el déficit del sector público no financiero (SPNF) pasó de representar el 0,1% del PIB en 1978 al 5,1% del PIB en 1982, el saldo de la deuda pública externa ascendió del 10,7% del PIB en el primer año al 13,4% del PIB en el segundo. El saldo de la deuda interna del Gobierno, por el contrario, descendió de 1,8% del PIB en 1978 a 1,4% del PIB en 1982. La menor importancia del endeudamiento interno durante los primeros años de los 80, refleja principalmente el escaso desarrollo del mercado de capitales que impedía realizar de manera regular una política de emisión y colocación de títulos de deuda interna por parte del Gobierno y de otras entidades públicas.

En el frente cambiario, desde finales de los años 70 se observa un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos que se agudizó a partir de 1981 cuando, después de varios años de superávit, se registró un balance deficitario equivalente al 4,1% del PIB. En principio, el deterioro en la cuenta corriente no tuvo mayores repercusiones económicas debido al aumento en el nivel de endeudamiento público externo y al importante nivel de reservas internacionales acumuladas durante la bonanza cafetera de mediados de la década del 70. No obstante, con el cierre de los mercados crediticios externos en 1982, el déficit en la cuenta corriente condujo a una pérdida significativa de las reservas internacionales del país.

En el período 1982-1983, se profundizó el deterioro de la economía colombiana. Durante estos dos años los mercados financieros internacionales estuvieron prácticamente cerrados, pero aun así, el endeudamiento externo público continuó aumentando hasta situarse en 15,2% del PIB a finales de 1983. A partir de este año, el crédito interno ganó importancia como fuente de financiación del déficit, especialmente por la emisión de nuevos títulos de deuda del Gobierno, denominados títulos de ahorro nacional (TAN) y, por el financiamiento monetario otorgado por el Banco de la República al Gobierno Nacional.

En 1984 se consideró necesaria la adopción de un severo programa de ajuste tendiente a estabilizar las finanzas públicas, restablecer el equilibrio externo y recuperar el acceso a los mercados financieros internacionales. Bajo este programa, entre 1984 y 1985, se estableció una sobretasa a las importaciones, se eliminaron algunas exenciones tributarias, se aumentaron las tarifas de los servicios públicos, se controló el crecimiento de los salarios y se adaptó una política cambiaria caracterizada por la rápida devaluación del peso. Estas medidas se tomaron bajo un acuerdo de monitoría con el Fondo Monetario Internacional.

Si bien las medidas de ajuste fiscal y cambiario afectaron diversos sectores económicos, la aplicación del programa en su conjunto fue exitosa. En 1986, la economía

mostró claros signos de recuperación, registrando un crecimiento real del PIB superior al 5,0%, un superávit en cuenta corriente y una situación fiscal cercana al equilibrio. La recuperación económica también fue producto del mejoramiento en los precios internacionales del café, especialmente por su efecto favorable sobre el valor de las exportaciones y las finanzas del Fondo Nacional del Café. El cumplimiento de las metas del programa de ajuste permitió recuperar el acceso a los mercados financieros internacionales. Entre 1985 y 1986 se desembolsó el llamado crédito "Jumbo" por US\$1,000 m proveniente de la banca comercial.

En los últimos años de la década de los 80, la política económica estuvo orientada a la consolidación del proceso de ajuste y a la normalización de las relaciones con la banca internacional. Tanto el déficit fiscal como la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvieron dentro de los límites establecidos en el programa de gobierno y el país pudo acceder de nuevo al crédito externo. Entre 1987 y 1988 se desembolsó el crédito "Concorde" por US\$1,060 m y, posteriormente, entre 1989 y 1990 el denominado crédito "Challenger" por US\$1,700 m. La recuperación del acceso a los mercados crediticios se reflejó en el nivel de endeudamiento externo público, que ascendió de 23,6% del PIB en 1985 a 30,0% del PIB en 1989.

V. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS PARA EL AÑO 2002

A continuación se presentan las proyecciones de las principales variables macroeconómicas, inflación, balanza de pagos, crecimiento y déficit fiscal, para el año 2002. La reducción de la inflación que se ha registrado en los últimos años y la política monetaria que se ha venido ejecutando permiten un cierto nivel de confianza de la JDBR con respecto al cumplimiento de la meta del 6,0% establecida para este año, y de que ésta se sitúe en un rango entre el 4,0% y el 6,0% en 2003. Se espera que el déficit en cuenta corriente sea de 3,1% del PIB, como consecuencia de un lento crecimiento de las exportaciones y un incremento de las importaciones. Por su parte, la evidencia apunta a que el producto recupere una senda de crecimiento más acelerada. Se estima que al final del año la tasa de crecimiento sería entre 2,5% y 3,0%, según los pronósticos del Gobierno. El déficit del sector público consolidado se ubicaría alrededor del 2,6% del PIB al finalizar el año, lo que implicaría un ajuste cercano a 0,8% del PIB en relación con el tamaño del déficit observado en el año 2001.

A. Perspectivas de la inflación

La posibilidad de cumplir la meta de inflación del 6% en el año 2002 es alta, de acuerdo con los resultados que arrojan los diferentes modelos de pro-

yección estimados por el Banco de la República. Esta apreciación se basa en la evolución de los diferentes indicadores de la inflación básica cuyo promedio en los últimos seis meses de 2001 y enero y febrero de 2002, ha estado por debajo del 7%. Adicionalmente, los bajos ajustes de precios de bienes con gran peso en la canasta como arriendos y vestuario, y las perspectivas de cosechas y del clima de los próximos meses permiten cierto optimismo sobre el comportamiento de esta variable. Con el cumplimiento de la meta del 6% este año será probable que la inflación en 2003 se ubique dentro del rango que se ha señalado como meta por la JDBR para ese año.

Aún así, deberá seguirse con atención el desarrollo de algunas circunstancias que podrían incidir negativamente en estas tendencias. Los mayores riesgos están relacionados con factores climáticos como la ocurrencia del fenómeno de El Niño, particularmente en el segundo semestre del año. También será necesario seguir de cerca la evolución de los precios de la carne y sus derivados y sustitutos, que pueden ejercer presión sobre los precios al consumidor, dado su importante peso en la canasta, y en la actual situación de restricción de oferta por el ciclo de retención ganadera que caracteriza a ese mercado. Así mismo, el precio de la papa posiblemente exhibirá tendencia al alza debido a las menores siembras registradas del producto en respuesta a los bajos precios que prevalecieron durante el segundo semestre de 2001.

El recrudecimiento del conflicto interno, a su vez, podrá incidir negativamente sobre la evolución de la inflación por las dificultades en el abastecimiento que se puedan generar en algunas zonas del país. También incidiría en las tarifas de algunos servicios públicos en la medida en que las empresas se vean obligadas a trasladar al consumidor los costos de los atentados sobre la infraestructura de estos servicios²¹.

B. Perspectivas de crecimiento económico

En 2002 se prevé un crecimiento económico más dinámico que en el año 2001, de acuerdo con proyecciones del Gobierno, entre 2,5% y 3,0%. Este pronóstico es consistente con una meta de inflación del 6%, con unos precios internacionales del café que continuarán siendo bajos, unas cotizaciones del petróleo inferiores a las del año anterior y con un crecimiento más lento de las exportaciones no tradicionales en respuesta al deterioro de las condiciones externas, producto de un entorno internacional frágil.

²¹ El costo de reparación de las torres de energía derrumbadas es asumido por las empresas propietarias de las mismas. El mayor costo de la energía que se ocasiona cuando salen de despacho centrales hidráulicas y entran en operación plantas térmicas es sufragado por el usuario.

El comportamiento de los distintos sectores de la economía permite formarse una visión más clara de lo que podría suceder en el resto del año (Cuadro 21). Se espera un crecimiento moderado del sector agropecuario, aunque ligeramente mayor que el reportado en 2001. Este comportamiento se atribuye a un regular comportamiento de los mercados externos y de una devaluación real modesta. La producción de algunos de los principales productos de exportación como flores y café se verán afectados negativamente por los factores anotados.

El sector minero continuará registrando una menor producción de petróleo como resultado de la declinación natural de los yacimientos petroleros y por el recrudecimiento previsible de los atentados a la infraestructura petrolera. Esto será compensado parcialmente con una mayor producción de carbón. Como consecuencia de ello, se espera un nuevo decrecimiento de la actividad real del sector de -0,6%.

La industria, por su parte, puede experimentar una ligera recuperación como lo muestran algunos de los indicadores de expectativas del sector, pero esto dependerá de la recuperación del consumo interno. Esto se prevé ante la perspectiva de que las exportaciones no tendrán un comportamiento muy activo como consecuencia del bajo dinamismo reciente de la economía de los Estados Unidos y de un menor crecimiento de otros mercados vecinos como los de Ecuador y Venezuela.

Cuadro 21
PIB por grandes ramas de actividad
 (Crecimientos porcentuales reales)

Sector	2001	2002 (proy.)
Agropecuario, silvicultura y pesca	1,0	2,7
Explotación de minas y canteras	(3,3)	(0,6)
Electricidad, gas y agua	2,3	1,4
Industria manufacturera	0,5	2,4
Construcción	1,1	4,8
Comercio, restaurantes y hoteles	2,4	3,1
Transporte y comunicaciones	2,3	3,2
Sector financiero y servicios a empresas	0,8	1,4
Servicios sociales, comunales y personales	1,0	0,6
 Subtotal valor agregado	 1,4	 2,3
 Producto interno bruto	 1,5	 2,5

(proy.) Proyectado.

Fuente: DNP, balance macroeconómico de 2001 y perspectivas del 2001. Documentos Conpes 3251, 21 de diciembre de 2001.

La devaluación del bolívar y el menor crecimiento de la economía venezolana, podrán tener un impacto negativo en el crecimiento de algunos sectores y sobre la economía colombiana en general. De acuerdo con modelos estimados por el Banco de la República, la disminución de las ventas colombianas podrá estar entre US\$250 m y US\$600 m en un flujo que representó unos US\$1,737.9 m en 2001. Esto implicaría un menor crecimiento económico entre 0,2 y 0,7 puntos porcentuales en 2002. El principal canal a través del cual la devaluación venezolana tendría efectos nocivos sobre Colombia sería por su impacto en las industrias productoras de bienes para la exportación a ese país, en particular de vehículos y autopartes y textiles y confecciones. Con respecto a estos últimos, habría también un impacto negativo de medidas de restricción a las importaciones, recientemente adoptadas en el vecino país²². Estas industrias registraron tasas negativas de crecimiento en 2001 y es posible que en el presente año experimenten un comportamiento similar, aun cuando ya se registra cierto optimismo sobre el comportamiento de la economía de los Estados Unidos y habrá un impacto positivo de la aprobación de las preferencias arancelarias andinas. Estos dos factores podrán mejorar las perspectivas de estas industrias en el mercado norteamericano. En Ecuador, también se registrará un menor crecimiento económico. Sin embargo, es previsible que las ventas a ese mercado no registren una desaceleración apreciable porque aún existen condiciones cambiarias favorables para Colombia.

Por otra parte, se espera que continúe el proceso de recuperación del sector de la construcción de vivienda. En 2002 continuarán las políticas del Gobierno que han venido acompañando la recuperación del sector, como los subsidios a la vivienda de interés social y los beneficios tributarios a quienes adquieran créditos de vivienda. En materia de inversiones en obras civiles, en cambio, se prevén comportamientos menos favorables, lo que atenuará la recuperación de todo el sector. De todas maneras se proyecta una tasa de crecimiento sustancialmente mayor que la de los años precedentes (4,8%).

C. Perspectivas de empleo

Los resultados de la encuesta de expectativas de enero efectuada por el Banco de la República, reflejan una mejoría en la percepción de los agentes sobre el futuro de la economía (Gráfico 55). El 16,0% de los encuestados piensa reducir su planta de personal entre los próximos tres a seis meses, un porcen-

²² Las medidas adoptadas por Venezuela consisten en la aplicación de precios de referencia para las importaciones de textiles y confecciones. Estos precios funcionan como un arancel cuando los productos exportados se ofrecen a precios inferiores a los de referencia. Por lo tanto, es difícil estimar su impacto sobre las exportaciones que actualmente se realizan al país vecino, que para este tipo de productos son cercanas a los US\$100 m.

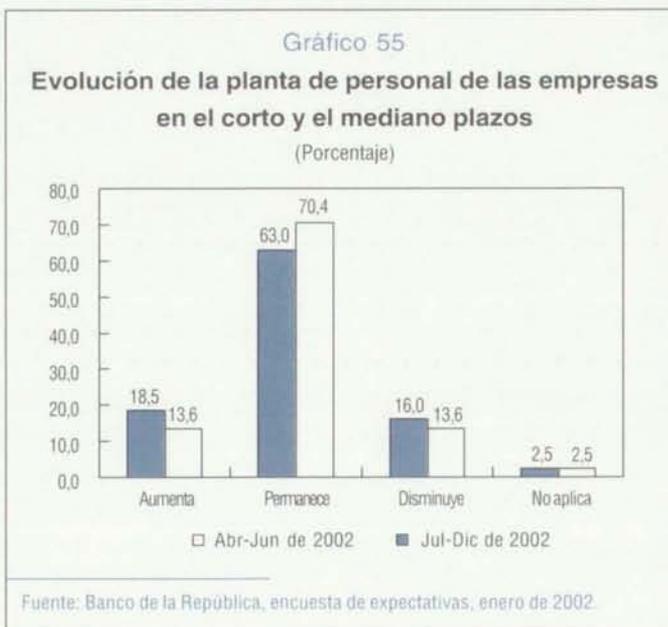
taje menor que el registrado en la encuesta de octubre (27,9%). Para los próximos seis a 12 meses, el porcentaje de los agentes que piensa disminuir su planta de personal (13,6%) es inferior a la encuesta de octubre (20,3%).

D. Perspectivas de la balanza de pagos

La más reciente proyección de balanza de pagos (Cuadro 22) arroja un déficit en cuenta corriente para el año 2002 de US\$2,616 m, equivalente a 3,1% del PIB. La financiación de este déficit estaría cubierta por ingresos de capital esperados por US\$3,035 m (3,6% del PIB).

En el estimativo de la cuenta corriente de la balanza de pagos se proyecta una caída anual de las exportaciones de bienes de 1,6%, principalmente como resultado de la reducción anual de 26,8% de las ventas externas de petróleo²³. El incremento anual de las importaciones de bienes se estima en 3,9%; estimación que incorpora la proyección de importaciones contempladas dentro del Plan Colombia, las cuales ascenderían a US\$570 m en el año²⁴. Si se descuenta este último concepto del valor de las importaciones, éstas aumentarían un 4,1% en 2001.

La proyección de las cuentas de capital y financiera incorpora una reducción apreciable de los flujos de largo plazo, que pasarían de US\$4,823 m en 2001 a US\$2,136 m en 2002. Por su parte, en los flujos de corto plazo se proyecta entradas por US\$900 m, en contraste con las salidas de US\$2,316 m de 2001. El comportamiento de estos flujos de largo y corto plazo se debe en buena parte a que el Gobierno prefinanció en 2001 US\$1,900 m, los cuales liquidaría en 2002 con el objeto de servir su deuda externa. Por lo anterior, el financiamiento externo neto de largo plazo del sector público de 2002 sería cerca de US\$2,250 m inferior al registrado en 2001. También tiene en consideración esta proyección la reducción del déficit del sector público consolidado, como se analizará en la siguiente sección, cercana a 0,7% del PIB, con lo



²³ Incluidas las operaciones especiales de comercio.

²⁴ *Ibid.*

Cuadro 22

Balanza de pagos de Colombia - Resumen

	Millones de dólares			Como % del PIB		
	2000 (pr)	2001 (e)	2002 (proy.)	2000 (pr)	2001 (e)	2002 (proy.)
I. CUENTA CORRIENTE	394	(1,636)	(2,616)	0.48	(2.01)	(3.08)
Ingresos	18,446	18,191	17,864	22.69	22.35	21.06
Egresos	18,052	19,826	20,480	22.20	24.36	24.15
A. Bienes y servicios no factoriales	1,286	(825)	(1,474)	1.58	(1.01)	(1.74)
1. Bienes	2,531	494	(183)	3.11	0.61	(0.22)
Exportaciones	13,620	12,759	12,554	16.75	15.67	14.80
Importaciones	11,089	12,265	12,737	13.64	15.07	15.02
2. Servicios no factoriales	(1,245)	(1,319)	(1,291)	(1.53)	(1.62)	(1.52)
Exportaciones	2,069	2,201	2,233	2.54	2.70	2.63
Importaciones	3,314	3,520	3,524	4.08	4.32	4.16
B. Renta de los Factores	(2,542)	(2,949)	(3,231)	(3.13)	(3.62)	(3.81)
Ingresos	859	728	615	1.06	0.89	0.73
Egresos	3,401	3,677	3,847	4.18	4.52	4.54
C. Transferencias corrientes	1,650	2,139	2,090	2.03	2.63	2.46
Ingresos	1,898	2,503	2,462	2.33	3.08	2.90
Egresos	248	365	372	0.31	0.45	0.44
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	517	2,507	3,035	0.64	3.08	3.58
A. Cuenta financiera	517	2,507	3,035	0.64	3.08	3.58
1. Flujos financieros de largo plazo	2,094	4,823	2,136	2.58	5.92	2.52
a. Activos	325	(60)	200	0.40	(0.07)	0.24
i. Inversión directa colombiana en el exterior	325	(60)	200	0.40	(0.07)	0.24
ii. Préstamos 1/	0	0	0	0.00	0.00	0.00
iii. Arrendamiento financiero	0	0	0	0.00	0.00	0.00
iv. Otros activos	0	0	0	0.00	0.00	0.00
b. Pasivos	2,459	4,798	2,371	3.02	5.89	2.80
i. Inversión extranjera directa en Colombia	2,387	1,979	2,624	2.94	2.43	3.09
ii. Préstamos 1/	273	2,988	(322)	0.34	3.67	(0.38)
Sector público	1,139	2,949	576	1.40	3.62	0.68
Sector privado	(866)	39	(898)	(1.07)	0.05	(1.06)
iii. Arrendamiento financiero	(202)	(169)	69	(0.25)	(0.21)	0.08
Sector público	(32)	(31)	86	(0.04)	(0.04)	0.10
Sector privado	(169)	(138)	(17)	(0.21)	(0.17)	(0.02)
iv. Otros pasivos	0	0	0	0.00	0.00	0.00
Sector público	0	0	0	0.00	0.00	0.00
Sector privado	0	0	0	0.00	0.00	0.00
c. Otros Mov. financieros de largo plazo	(40)	(35)	(35)	(0.05)	(0.04)	(0.04)
2. Flujos financieros de corto plazo	(1,577)	(2,316)	900	(1.94)	(2.85)	1.06
a. Activos	1,527	3,232	(882)	1.88	3.97	(1.04)
i. Inversión de cartera	1,014	3,412	(956)	1.25	4.19	(1.13)
Sector público	100	1,604	(2,030)	0.12	1.97	(2.39)
Sector privado	913	1,808	1,074	1.12	2.22	1.27
ii. Préstamos 1/	513	(180)	74	0.63	(0.22)	0.09
Sector público	(65)	(6)	0	(0.08)	(0.01)	0.00
Sector privado	579	(174)	74	0.71	(0.21)	0.09
b. Pasivos	(50)	916	18	(0.06)	1.12	0.02
i. Inversión de cartera	17	(41)	0	0.02	(0.05)	0.00
Sector público	0	(1)	0	0.00	(0.00)	0.00
Sector privado	17	(40)	0	0.02	(0.05)	0.00
ii. Préstamos 1/	(67)	956	18	(0.08)	1.17	0.02
Sector público	(473)	121	(80)	(0.58)	0.15	(0.09)
Sector privado	406	835	98	0.50	1.03	0.12
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0.00	0.00	0.00
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	(42)	254	0	(0.05)	0.31	0.00
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	870	1,125	420	1.07	1.38	0.49
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	9,006	10,245	10,483	11.08	12.59	12.36
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	9,004	10,192	10,430	11.08	12.52	12.30
Meses de importación de bienes	10	10	10			
Meses de importación de bienes y servicios	6	6	6			
PIB nominal en millones de dólares	81,298	81,396	84,810			
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	869	1,074	420	1.07	1.32	0.49

(pr) Preliminar.

(e) Estimado.

(proy.) Proyectado.

Supuestos 2002: Precios de exportación: café US\$0.7 / libra (Ex dock); petróleo US\$18.4 / barril; crecimiento de importaciones de bienes 3.9% (4,1% sin Plan Colombia).

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

2/ Según metodología de la Balanza de Pagos.

Fuente: Banco de la República.

cual el sector público requerirá menor financiamiento externo. Adicionalmente, para este mismo rubro del sector privado se tiene una proyección bastante conservadora, que arroja como resultado pagos netos de US\$898 m²⁵.

Como resultado del comportamiento anterior, la acumulación de reservas internacionales brutas sería de US\$420 m en 2002; su saldo se situaría en US\$10,483 m al cierre de diciembre, equivalente a 9,9 meses de importación de bienes y a 6,3 meses de importaciones de bienes y servicios totales.

E. Perspectivas fiscales para el año 2002

Para el año 2002 el Confis proyecta un déficit fiscal consolidado de 2,6% del PIB, inferior en 0,7% del PIB al valor observado en 2001. Como se observa en el Cuadro 23, la reducción del déficit fiscal en el año 2002 dependerá del

Cuadro 23 Déficit de operaciones efectivas Sector público consolidado				
Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2001 (pr)	2002 (proy.)	2001 (pr)	2002 (proy.)
Eléctrico	256,0	386,0	0,1	0,2
Emcali	141,0	80,0	0,1	0,0
EPM	293,0	460,0	0,2	0,2
FAEP	451,0	(814,0)	0,2	(0,4)
Ecopetrol	779,0	984,0	0,4	0,5
Telecom	355,0	124,0	0,2	0,1
Resto de entidades	308,0	762,0	0,2	0,4
Seguridad social	1.100,0	899,0	0,6	0,4
Regional y local	26,0	1.243,0	0,0	0,6
Fondo Nacional del Café	(77,0)	(64,0)	(0,0)	(0,0)
1. Subtotal sector descentralizado	3.632,0	4.060,0	1,9	2,0
2. Gobierno Nacional	(10.774,0)	(9.687,0)	(5,8)	(4,7)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(7.142,0)	(5.627,0)	(3,8)	(2,7)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	1.393,0	879,0	0,7	0,4
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	327,0	256,0	0,2	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.268,0)	(969,0)	(0,7)	(0,5)
E. Ajustes	593,0	0,0	(0,3)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(6.097,0)	(5.461,0)	(3,3)	(2,6)

(pr) Preliminar.
(proy.) Proyecciones.
Fuente: Confis.

²⁵ Sin incluir arrendamiento financiero.

esfuerzo fiscal del SPNF, toda vez que el valor de los costos de reestructuración del sector financiero, estimados en 0,5% del PIB, se compensará con el superávit del Banco de la República y el Fogafin. De acuerdo con los estimativos oficiales, para lograr la meta fiscal será necesario conseguir una reducción de 1,1% del PIB en el valor del déficit del Gobierno Nacional Central.

Las finanzas del Gobierno Nacional Central alcanzarán un déficit equivalente al 4,7% del PIB. Este resultado será producto de una sensible disminución de la tasa de crecimiento de los gastos (Cuadro 24). Frente al año anterior, este rubro pasará de crecer 18,5% a 3,6%, lo cual equivale a un decrecimiento en términos reales si se cumplen las proyecciones de la inflación. En cuanto a los ingresos, se proyecta un crecimiento de 9,5% en el recaudo de impuestos y una caída de 21,8% en los ingresos no tributarios. Los recaudos por renta e IVA interno crecerán 14,0% y 9,0%, respectivamente. Por su parte, los ingresos provenientes del impuesto a la gasolina caerán en 0,2% como consecuencia de la reducción de la tarifa ordenada por la Ley 681 de 2001. Los ingresos de capital, compuestos principalmente por rendimientos financieros y excedentes de empresas y establecimientos públicos nacionales, apenas crecerán 1,7%, debido a la reducción en el monto de las utilidades transferidas por Ecopetrol.

Por rubros de gasto, se estima un crecimiento de 18,3% en intereses, 7,0% en funcionamiento y 1,3% en préstamo neto. Dentro de los pagos por funcionamiento, los servicios personales crecerán 0,4% y las transferencias 9,2%. El rubro de gastos generales sufrirá un ajuste importante, creciendo 1,7% en términos nominales. Los pagos por inversión disminuirán aproximadamente 65,4%, situándose en un nivel cercano a \$1 billón. De todas maneras, el cumplimiento de la meta del déficit dependerá de que se realice un recorte de gastos a nivel presupuestal. El préstamo neto se proyecta en \$1.489 mm de los cuales se destinarán \$500 mm al Instituto de Seguro Social (ISS), \$417 mm a Corelca y \$250 mm a la empresa Metro de Medellín.

La financiación del déficit del Gobierno Nacional provendrá en su mayor parte de los recursos del crédito interno, la utilización del portafolio de la TGN y el traslado de utilidades por parte del Banco de la República. El endeudamiento externo neto ascenderá a \$877 mm, producto de desembolsos por \$5.978 mm y amortizaciones por \$5.101 mm. Por su parte, el endeudamiento interno neto alcanzará \$3.253 mm, que se originan en desembolsos por \$11.298 mm y amortizaciones por \$8.045 mm. Las colocaciones de TES se estiman en \$10.898 mm de los cuales \$6.330 mm corresponden a inversiones convenidas y forzosas y \$4.568 mm a subastas.

Sobre el sector descentralizado, las proyecciones oficiales revelan un deterioro importante en la situación fiscal del FAEP toda vez que se desacu-

Cuadro 24
Operaciones efectivas
Gobierno Nacional Central
(Miles de millones de pesos)

	2001 (pr)	2002 (proy.)	Crecimiento 2002/2001
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	27.489,0	29.892,0	8,7
A. Tributarios	24.802,2	27.161,0	9,5
Renta	10.022,0	11.421,0	14,0
IVA interno	6.931,5	7.552,0	9,0
IVA externo	3.079,4	3.182,0	3,3
Gravamen	2.150,1	2.286,0	6,3
Gasolina	1.106,4	1.104,0	(0,2)
Transacciones financieras	1.421,4	1.519,0	6,9
Otros	91,4	97,0	6,1
B. No tributarios	374,9	293,0	(21,8)
C. Fondos especiales	240,5	331,0	37,6
D. Recursos de capital	2.071,4	2.107,0	1,7
Rendimientos financieros	571,3	902,0	57,9
Excedentes financieros	1.320,0	1.076,0	(18,5)
Otros	180,1	118,0	(34,5)
II. Gastos totales (A + B + C + D)	39.043,6	40.438,0	3,6
A. Intereses	7.497,1	8.870,0	18,3
Externos	3.114,4	3.838,0	23,2
Internos	4.382,7	5.032,0	14,8
B. Funcionamiento	27.171,9	29.074,0	7,0
Servicios personales	5.279,6	5.299,0	0,4
Gastos generales	1.774,3	1.804,0	1,7
Transferencias	20.118,0	21.971,0	9,2
C. Inversión	2.904,0	1.005,0	(65,4)
D. Préstamo neto	1.470,6	1.489,0	1,3
Déficit o superávit de caja	(11.554,6)	(10.546,0)	(8,7)
III. Ajustes por causación	780,6	859,0	10,0
IV. Déficit (-) o superávit (+) (I - II + III) 1/	(10.774,0)	(9.687,0)	(10,1)
Costo de reestructuración financiera	1.267,7	969,0	(23,6)
V. Financiamiento (A + B + C + D)	(12.041,7)	(10.656,0)	(11,5)
A. Crédito externo neto	8.746,4	877,0	(90,0)
Desembolsos	12.589,8	5.978,0	(52,5)
Amortizaciones	3.843,4	5.101,0	32,7
B. Crédito interno neto	5.945,9	3.253,0	(45,3)
Desembolsos	13.870,9	11.298,0	(18,5)
Amortizaciones	7.925,0	8.045,0	1,5
C. Utilidades del Banco de la República	1.452,8	1.022,0	(29,7)
D. Otros	(4.103,4)	5.504,0	(234,1)
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(5,8)	(4,7)	

(pr) Preliminar.

(proy.) Proyecciones.

1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Contis.

mularán recursos este año para permitir que las regiones atiendan sus deudas con el sector financiero. El Fondo Nacional del Café (FNC) seguirá presentando una situación deficitaria por los bajos precios internacionales del grano a pesar de los subsidios que le otorgará el Gobierno para permitir su funcionamiento.

Por otra parte, es importante destacar el proceso de ajuste fiscal que adelanta el Gobierno Nacional con el objeto de reducir el déficit consolidado a niveles compatibles con la estabilidad macroeconómica. En los últimos años se realizaron ajustes al sistema impositivo y se adelantó una serie de reformas tendientes a moderar el crecimiento del gasto público. En particular, la Ley 617 de 2000, creó mecanismos para el saneamiento fiscal regional, y el Acto Legislativo 1 de 2001 modificó el sistema de transferencias territoriales, independizando el monto de los recursos destinados para salud, educación y otras funciones municipales del comportamiento de los ingresos corrientes de la nación. Como complemento de esta última reforma también se aprobó la Ley 715 de 2001 que reglamentó lo concerniente al cálculo, distribución y uso de los recursos de las participaciones territoriales y definió las funciones de cada uno de los niveles de gobierno en materia de educación y salud.

Para la distribución de las transferencias de la nación a las regiones, la nueva ley inicialmente establece una deducción equivalente al 4,0% sobre el monto anual de las participaciones, la cual se distribuye entre el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (Fonpet), los resguardos indígenas, los municipios ribereños del río Magdalena y los programas de alimentación escolar de los distritos y municipios del país. El 96,0% restante se divide luego en tres tipos de participaciones: la primera con destinación específica para educación; la segunda con destinación específica para salud y, finalmente, la tercera para la financiación de gastos de propósito general incluyendo los de los sectores de agua potable y saneamiento básico. Los recursos asignados a cada uno de estos tipos de participación corresponden, en su orden, al 58,5%, 24,5% y 17,0% del monto de las participaciones netas de la deducción del 4,0%.

La reforma al sistema de transferencias permitirá reorganizar los sectores de educación y salud, con el fin de que los recursos del Estado se asignen de manera eficiente y de esta forma permitan mejorar la calidad y cobertura en la prestación de dichos servicios. Desde el punto de vista fiscal, la reforma no genera un ahorro importante en el corto plazo. En un trabajo reciente de la oficina de asesores del Confis, se estima que el ahorro del Gobierno apenas alcanzará el 0,1% del PIB en 2002.

Para terminar, es necesario tener en cuenta que si bien las recientes reformas han permitido moderar el crecimiento del gasto, aún existe una serie

de riesgos fiscales, asociados con el pasivo pensional a cargo del Estado, que pueden atentar contra el objetivo de estabilidad fiscal de los próximos años. En ese sentido, es urgente que el Congreso de la República aborde el estudio del proyecto de reforma pensional presentado por el Gobierno a finales del año anterior. En términos generales, este proyecto propone el aumento gradual de las tarifas de cotización, amplía los requisitos para acceder a la pensión por vejez, invalidez y sobrevivencia y modifica la fórmula para el cálculo de la mesada pensional. El Congreso de la República deberá evaluar si el proyecto genera un sistema de seguridad social en pensiones financieramente viable, o si es necesario introducir nuevos ajustes sobre el número de semanas cotizadas, la edad de jubilación y el monto de la mesada pensional. Así mismo, es necesario que el Gobierno, el Congreso y los sindicatos aborden el estudio de los regímenes especiales de pensión, los cuales deberían moverse gradualmente hacia el régimen general.

VI. RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. Reservas internacionales

1. Saldo de las reservas internacionales

En diciembre de 2001, las reservas internacionales netas totalizaron US\$10,191.8 m, y registraron un crecimiento anual de US\$1,187.7 m²⁶. De este saldo, US\$9,317.0 m, 91,4%, corresponden al portafolio de inversión de las reservas internacionales, de los cuales US\$6,236.3 m están bajo la administración directa del Banco de la República, y US\$3,080.7 m administradas por entidades financieras externas. El saldo restante está distribuido así: posición de reservas en el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), US\$648.0 m; derechos especiales de giro (DEG), US\$137.1 m; en oro, pesos andinos y saldos positivos de convenios internacionales US\$112.8 m, y, por último, depósitos a la orden y efectivo en caja por US\$30.3 m. De otra parte, en diciembre de 2001 se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$53.3 m (Cuadro 25)²⁷.

²⁶ 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.

²⁷ Corresponden a recursos del FAEP depositados por bancos del exterior en cuentas del Banco de la República.

Cuadro 25
Principales componentes de las reservas internacionales
(Millones de dólares)

Descripción	Diciembre 1999	Participación %	Diciembre 2000	Participación %	Diciembre 2001	Participación %
Caja	91.2	1.1	30.0	0.3	30.3	0.3
Efectivo en caja	90.2	1.1	28.5	0.3	29.9	0.3
Depósitos a la orden	1.0	0.0	1.5	0.0	0.5	0.0
Inversiones	7,122.0	87.9	8,083.2	89.8	9,317.0	91.4
Portafolio directo	4,395.9	54.3	5,173.0	57.5	6,236.3	61.2
Portafolio en administración	2,726.1	33.7	2,910.2	32.3	3,080.7	30.2
Oro	95.4	1.2	89.4	1.0	90.6	0.9
Caja	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Custodia	95.4	1.2	89.4	1.0	90.6	0.9
Fondo Monetario Internacional	523.0	6.5	508.1	5.6	495.9	4.9
Derechos especiales de giro	131.2	1.6	135.7	1.5	137.1	1.3
Posición de reservas	391.8	4.8	372.4	4.1	358.9	3.5
Fondo Latinoamericano de Reservas	270.0	3.3	285.8	3.2	309.1	3.0
Aportes	250.0	3.1	265.8	3.0	289.1	2.8
Pesos andinos	20.0	0.2	20.0	0.2	20.0	0.2
Convenios internacionales	1.8	0.0	9.7	0.1	2.2	0.0
Total reservas brutas	8,103.4	100.0	9,006.1	100.0	10,245.1	100.5
Pasivos a corto plazo	2.3	0.0	2.0	0.0	53.3	0.5
Convenios internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bancos del exterior	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0	0.5
Fondo Latinoamericano de Reservas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valores por pagar compra inversiones	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Causación y valuación de los pasivos	2.0	0.0	2.0	0.0	3.3	0.0
Total reservas netas	8,101.1	100.0	9,004.1	100.0	10,191.8	100.0

Fuente: Banco de la República

2. Criterios de administración

Los criterios de administración de las reservas internacionales establecidos por el Banco de la República son, en orden de importancia, seguridad, liquidez y rentabilidad. De acuerdo con los lineamientos anteriores, en el año 2001, se mantuvo el esquema de delegación de una porción de las reservas internacionales en 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. Estas entidades han mejorado el rendimiento de las reservas a través de un manejo especializado y

han apoyado el desarrollo de las capacidades internas de gestión del Banco de la República²⁸.

Obedeciendo los criterios de manejo de las reservas internacionales fijados por el Banco de la República y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario, y parte de ellas se mantiene como capital de trabajo, garantizando su disponibilidad inmediata.

El Banco de la República gestionó directamente un portafolio de US\$6,236.3 m. (66,9% del total), incluido un capital de trabajo de US\$535.3 m. Las firmas especializadas Barclays Global Investors, Morgan Investment Management y Goldman Sachs Asset Management administraron el restante 33,1%, US\$3,080.7 m.

Durante el año 2001 la porción administrada por Barclays Global Investors registró un rendimiento de 5,89%; la porción de JP Morgan Investment Management de 5,85% y la de Goldman Sachs Asset Management de 5,79%, porcentajes que se comparan favorablemente con el rendimiento de 5,30% del portafolio de referencia con respecto al cual se mide el desempeño de estos administradores y que es utilizado para evaluar el manejo realizado directamente por el Banco²⁹. Los administradores externos pueden llegar a obtener rendimientos superiores al del portafolio de referencia, debido a que una porción de su portafolio se invierte en activos de manejo especializado, diferentes a los incluidos en el índice que sirve de referencia al Banco de la República.

La distribución del portafolio por monedas está acorde tanto con los criterios de administración ya mencionados como con la composición de las obligaciones externas del país. En diciembre de 2001 la distribución, por monedas, fue la siguiente: dólares americanos, 82,8%; euros, 13,4%; yenes japoneses, 3,0%, y otras monedas, 0,8%³⁰. Aunque algunas veces esta política de inversión trae como consecuencia ingresos o egresos extraordinarios, producto de las variaciones de las tasas de cambio de las diferentes

²⁸ Es importante señalar que varios bancos centrales 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. Este esquema es adoptado por países latinoamericanos como Argentina, Brasil y Chile.

²⁹ El portafolio de referencia está compuesto por activos denominados en dólares americanos (80%), euros (15%) y yenes (5%); estos activos se encuentran invertidos en una combinación de instrumentos de mercado monetario a tres meses (25%) y bonos gubernamentales de 1 a 5 años (75%), con una duración promedio para el total del portafolio de dos años.

³⁰ Tales como el dólar canadiense, la corona sueca y la libra esterlina.

monedas frente al dólar, ella posibilita lograr un equilibrio entre las reservas internacionales y la composición de los pagos externos que realiza el país.

El portafolio de inversiones, incluyendo el de gestión directa y el entregado en administración, está colocado principalmente en papeles de gobiernos soberanos, 72,2% y, en una menor proporción, 27,8%, en instituciones bancarias. La distribución del riesgo crediticio refleja el criterio de seguridad con que se administran las reservas internacionales. A diciembre de 2001, la distribución de este riesgo de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas fue la siguiente: el 80,0% "AAA", el 7,5% "AA", el 6,6% "AA -", el 5,7% en "AA +" y el restante 0,2% en "A +"³¹.

En el año 2001 el Banco de la República obtuvo ganancias netas de US\$477.4 m por concepto del rendimiento del portafolio de inversión de las reservas. De éstos, US\$539.4 m se originaron en ingresos efectivos de caja, y -US\$62 m correspondieron a pérdidas que se contabilizaron por concepto de la causación y valuación a precios de mercado de las reservas internacionales. En términos de causación, se obtuvieron ganancias de US\$4.3 m en tanto que por valuación se registraron pérdidas de US\$66.3 m generados principalmente durante el primer semestre del año, cuando el euro se devaluó fuertemente frente al dólar³².

B. Situación financiera

1. Resultados en 2001

Los activos del Banco de la República totalizaron \$31.874,5 mm, con un crecimiento anual de \$2.725,2 mm, 9,3% (Cuadro 26). Esta variación se explica principalmente por: a) el aumento de las reservas internacionales, \$3.945,2 mm, derivado de la acumulación de reservas y la devaluación del peso frente al dólar; b) la variación positiva de los otros activos, \$528,7 mm, determinada, principalmente, por la valorización de las obras de arte y cultura (\$397,9 mm)³³ y del portafolio representativo de los recursos para pensiones (\$88,6 mm); c) el mayor valor de los aportes en organismos internacionales, \$213,7 mm, que corresponde al ajuste causado por el alza del tipo cambio peso-dólar, y d) el incremento de las cuentas por cobrar, \$30,0 mm. Estos incrementos fueron compensados, en parte, por: a) la

³¹ Standard & Poors, Moody's e IBCA.

³² Durante el primer semestre del año 2001, el euro se devaluó 9,5% frente al dólar, en tanto que entre julio y diciembre, se revaluó 6,13%.

³³ Este año, por primera vez, se avaluaron las colecciones de arte del Banco, con el propósito de que el superávit patrimonial de la entidad refleje su valor. Esta valoración no implica gastos o inversiones en el período, es decir, no tiene ningún efecto sobre el estado de resultados del Banco.

Cuadro 26

Balance del Banco de la República - Resultados de 2000-2001

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre, 2000		Diciembre, 2001	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	29.149,2	100,0	31.874,5	100,0
Reservas internacionales brutas	19.689,2	67,5	23.634,5	74,1
Aportes en organismos internacionales	2.268,6	7,8	2.482,3	7,8
Inversiones	3.248,7	11,1	2.056,0	6,5
Sector público deuda consolidada	308,8	1,1	240,3	0,8
Sector público regulación monetaria	2.398,0	8,2	1.730,2	5,4
Bonos capitalización banca pública y otros	541,8	1,9	85,4	0,3
Cartera de créditos	323,9	1,1	141,7	0,4
Sector público Gobierno Nacional	3,7	0,0	3,4	0,0
Bancos	6,0	0,0	3,5	0,0
Corporaciones financieras	154,1	0,5	132,9	0,4
Corporaciones de ahorro y vivienda	160,1	0,5		
Otros créditos			1,9	0,0
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	1.729,0	5,9	1.111,4	3,5
Cuentas por cobrar	64,3	0,2	94,3	0,3
Otros activos netos	1.825,6	6,3	2.354,3	7,4
Pasivo y patrimonio	29.149,2	100,0	31.874,5	100,0
Pasivo	13.821,5	47,4	15.288,6	48,0
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	4,3	0,0	123,0	0,4
Base monetaria	10.710,4	36,7	11.647,9	36,5
Billetes en circulación	8.698,6	29,8	9.990,8	31,3
Moneda de tesorería	344,2	1,2	357,7	1,1
Depósitos para encaje bancos	1.362,8	4,7	1.118,5	3,5
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	304,9	1,0	180,9	0,6
Otros depósitos	77,5	0,3	244,5	0,8
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	253,7	0,9	97,9	0,3
Obligaciones organismos internacionales	1.853,8	6,4	1.980,2	6,2
Pasivos por líneas externas	207,6	0,7	183,9	0,6
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	28,7	0,1	162,7	0,5
Repo de contracción	20,9	0,1	161,8	0,5
Certificados de cambio	0,8	0,0	0,0	0,0
Tit. en Div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J. D.	6,9	0,0	0,8	0,0
Otros	0,1	0,0	0,1	0,0
Cuentas por pagar	31,4	0,1	40,9	0,1
Otros pasivos	654,1	2,2	807,6	2,5
Patrimonio total	15.327,7	52,6	16.585,9	52,0
Capital	12,7	0,0	12,7	0,0
Reservas	345,9	1,2	321,2	1,0
Superávit patrimonial	13.094,6	44,9	14.172,1	44,5
Liquidación CEC	453,5	1,6	453,5	1,4
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	12.619,7	43,3	13.689,3	42,9
Otros	21,4	0,1	29,3	0,1
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	438,7	1,5	856,1	2,7
Resultados	1.435,9	4,9	1.223,8	3,8
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.435,9	4,9	1.223,8	3,8

Fuente: Banco de la República.

reducción de las inversiones, \$1.192,3 mm (redención de TES B y vencimiento de los bonos para capitalización de la banca pública); b) la caída en la demanda de Repo y apoyos transitorios de liquidez de parte del sistema financiero, \$617,6 mm, y c) por el descenso en el saldo de la cartera de créditos, \$182,2 mm, básicamente, determinado por la recompra de cartera que realizó el Banco Granahorrar.

Los pasivos registraron un total de \$15.288,6 mm y el monto del patrimonio fue de \$16.585,9 mm, para un crecimiento anual de \$1.467,1 mm y de \$1.258,2 mm, respectivamente. El mayor nivel de los pasivos se explica, principalmente, por: a) incremento de la base monetaria de \$937,5 mm, 8,8%; b) aumento de los otros depósitos, \$166,9 mm³⁴, y c) mayor inversión del sistema financiero en Repo de contracción, \$140,9 mm. El cambio patrimonial se originó en el ajuste cambiario peso-dólar de las reservas internacionales, \$1.069,7 mm, y en la contrapartida de la valorización de bienes, \$417,4 mm.

En el año 2001, el Banco de la República obtuvo utilidades por \$1.223,8 mm (Cuadro 27), producto de ingresos por \$1.857,4 mm y egresos por \$633,6 mm. Entre los ingresos sobresalen los siguientes: a) el rendimiento de las reservas internacionales por \$1.104,0 mm, que es el equivalente en pesos al rendimiento en dólares de US\$477.4 m; b) la valorización de los TES por operaciones de expansión monetaria, \$297,8 mm; c) las comisiones, \$96,2 mm, provenientes de la prestación de servicios bancarios y fiduciarios; d) los otros ingresos operacionales, \$82,8 mm, principalmente originados por la reducción de provisiones constituidas en períodos anteriores, y e) los intereses recibidos por la compra transitoria de títulos (Repo) y cupos de liquidez, \$66,0 mm.

Los egresos totales del Banco registraron una disminución de 3,2%, siendo los más significativos: la remuneración de las cuentas de depósito, \$180,4 mm, los gastos de personal, \$152,8 mm, los gastos de pensionados, \$62,9 mm, y los gastos generales, \$52,6 mm³⁵. Es importante resaltar que en 2001 los gastos de personal del Banco de la República crecieron solamente 1,5% en términos nominales, es decir, hubo una reducción de más de seis puntos porcentuales en términos reales. En cuanto a los gastos generales, su crecimiento real fue prácticamente nulo (0,2%), como resultado de las políticas de racionalización del gasto.

³⁴ Depósitos en cuenta corriente diferentes a reserva bancaria.

³⁵ Incluyen: servicios públicos, aseo, vigilancia, mantenimiento y reparaciones, transporte especies monetarias, papelería, divulgación, etc.

Cuadro 27

Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 2000-2002

(Miles de millones de pesos)

	Ejecución		Variación % anual observada	Proyección 2002	Variación % anual estimada
	2000	2001			
I. Ingresos totales	2.090,8	1.857,4	(11,2)	890,8	(52,0)
1. Ingresos operacionales	2.055,8	1.839,6	(10,5)	885,3	(51,9)
Intereses y rendimientos	1.733,9	1.602,4	(7,6)	634,6	(60,4)
Reservas internacionales netas	1.086,1	1.104,0	1,6	405,3	(63,3)
Líneas externas	21,7	12,3	(43,2)	9,6	(22,1)
Valoración de TES "A" a precios de mercado	46,4	37,0	(20,2)	24,3	(34,2)
Val. de TES por Oper. de Expan. monetaria	311,0	297,8	(4,2)	170,5	(42,8)
Val. bonos capitalización banca pública	48,2	39,6	(18,0)	0,0	(100,0)
Compra transitoria de títulos y cupos	147,3	66,0	(55,2)	20,0	(69,7)
Otros	73,2	45,6	(37,7)	4,9	(89,3)
Comisiones	77,3	96,2	24,4	95,6	(0,6)
Servicios bancarios y negocios fiduciarios	65,4	85,8	31,3	86,8	1,1
Manejo de divisas	11,0	10,3	(6,5)	8,8	(14,4)
Otros	0,9	0,1	(93,9)	0,0	(100,0)
Diferencias en cambio	170,0	56,8	(66,6)	112,2	97,7
Moneda emitida y metales preciosos	2,8	0,8	(71,9)	40,4	4.958,3
Redención anticipada de títulos	22,5	0,7	(96,7)	0,0	(100,0)
Otros	49,3	82,8	67,8	2,5	(97,0)
2. Ingresos no operacionales	35,0	17,8	(49,0)	5,5	(69,1)
II. Egresos totales	654,9	633,6	(3,3)	689,9	8,9
1. Egresos operacionales	642,2	610,1	(5,0)	687,1	12,6
Intereses y rendimientos	219,1	208,7	(4,8)	177,4	(15,0)
Cuentas de depósito	125,5	180,4	43,7	127,8	(29,2)
Venta transitoria de títulos	71,4	18,3	(74,3)	39,6	115,8
Líneas externas y títulos canjeables	22,2	9,9	(55,3)	10,1	1,6
Comisiones y honorarios	17,8	16,6	(6,4)	10,5	(36,8)
Diferencias en cambio	77,4	31,4	(59,4)	57,6	83,3
Organismos internacionales	27,1	5,0	(81,5)	16,5	230,0
Líneas externas	34,7	12,8	(63,1)	22,4	74,7
Otros	15,5	13,6	(12,4)	18,7	37,4
Costo de emisión especies monetarias	17,7	27,2	53,5	59,4	118,5
Gastos de personal	150,6	152,8	1,5	164,2	7,4
Pensiones de jubilación	52,5	62,9	19,7	95,8	52,4
Gastos generales	48,8	52,6	7,9	58,6	11,3
Impuestos	2,0	2,9	45,5	4,7	61,6
Seguros	4,1	5,3	29,8	7,9	48,4
Gastos culturales	6,0	5,7	(5,7)	6,2	8,9
Provisiones, depreciaciones y amortizaciones	31,7	34,5	8,8	36,1	4,6
Otros operacionales	14,5	9,5	(34,7)	8,8	(7,1)
2. No operacionales	12,7	23,5	84,9	2,8	(88,1)
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	1.435,9	1.223,8	(14,8)	200,9	(83,6)

Fuente: Banco de la República.

2. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los estatutos del Banco de la República, la JDBR dispuso distribuir en el presente año recursos por \$1.233,4 mm, originados en las utilidades obtenidas en el ejercicio de 2001, \$1.223,8 mm, y en la utilización de parte de las reservas acumuladas para protección de activos, \$9,6 mm³⁶. La distribución se hará de la siguiente manera: a) \$1.225,9 mm para el Gobierno Nacional y b) \$7,5 mm para inversión neta en bienes para la actividad cultural (Cuadro 28).

Siguiendo estos mismos lineamientos estatutarios, la Junta consideró que no era necesario constituir reserva para estabilización monetaria y cambiaria, puesto que no se prevén pérdidas para los próximos dos años. Igualmente, la JDBR consideró que el nivel de la reserva para fluctuación de monedas era adecuado, dado el posible riesgo de futuras pérdidas, y decidió mantener el saldo de esta reserva en \$100,3 mm. Finalmente, como en el año 2001 no se registraron pérdidas por operaciones de compra y venta de divisas diarias, la JDBR dejó inmodificada la reserva de resultados cambiarios.

3. Proyección de ingresos y gastos para el año 2002

En el presente año se estiman ingresos de \$890,8 mm y egresos de \$689,9 mm, por lo cual se obtendrían utilidades por \$200,9 mm. La principal fuente de ingresos la constituirían los intereses y rendimientos de las reservas internacionales y el portafolio de TES adquiridos por el Banco de la República con \$405,3 mm y \$170,5 mm, respectivamente. Cabe destacar que para el año 2002 se proyecta que dichos ingresos presenten, en conjunto, una

Cuadro 28
Distribución de utilidades de 2001 y utilización
de reservas del Banco de la República
(Miles de millones de pesos)

Recursos por distribuir	1.233,4
Utilidades 2001	1.223,8
Utilización reservas para protección de activos	9,6
Asignación	1.233,4
Gobierno Nacional	1.225,9
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	7,5

Fuente: Banco de la República.

³⁶ La reducción de esta reserva obedece a la disminución del saldo en caja de moneda metálica neta de su costo de producción.

reducción de \$826,0 mm, frente al período anterior. La reducción en el rendimiento de los TES, \$127,3 mm, se explica principalmente por la merma en su saldo. Por otra parte, la disminución en el rendimiento de las reservas internacionales, sería del orden de los \$698,7 mm y se explica por dos factores: primero, el menor nivel de las tasas de interés del mercado internacional, lo cual reduce el rendimiento corriente de las reservas y, segundo, las expectativas de un alza en dichas tasas, en el curso del presente año, fenómeno que provocaría una desvalorización del portafolio de reservas valorado a precios de mercado, 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 reservas³⁷. Por lo tanto, su monto está sujeto a las incertidumbres sobre el comportamiento de las tasas de cambio del dólar frente al euro y al yen.

Los egresos se estiman en \$689,9 mm, lo cual significaría un aumento de 8,9%. Entre ellos se destaca el pago de intereses y rendimientos por \$177,4 mm, que incluyen remuneración de depósitos por \$127,8 mm, los gastos de personal \$164,2 mm, con crecimiento nominal de 7,4%³⁸, gastos netos de pensionados \$95,8 mm³⁹, los gastos generales \$58,6 mm con crecimiento proyectado del 11,3%, el costo por emisión monetaria, \$59,4 mm, la diferencia en cambios, \$57,6 mm, causada por el mayor valor en pesos de los pasivos en moneda extranjera, y las provisiones y depreciaciones, \$36,1 mm.

³⁷ El cálculo del rendimiento de las reservas internacionales se realizó con información observada hasta enero 31 de 2002. Por lo tanto, incluye la variación de tipos de cambio en el primer mes del año.

³⁸ Esta proyección toma en cuenta que la convención colectiva de trabajo vigente contempla incrementos salariales iguales a la meta de inflación más dos puntos porcentuales para los trabajadores amparados por ella.

³⁹ Esta proyección implica que los gastos del Banco por concepto de pago de pensiones y actualización de la provisión del cálculo actuarial se incrementen en un 6,3% nominal en el año, es decir, en un porcentaje prácticamente igual a la meta de inflación; sin embargo, dado el comportamiento esperado de las tasas de interés, se prevé que los rendimientos del portafolio de inversiones del pasivo actuarial disminuyan un 13,3%. La combinación de estas dos proyecciones explica el crecimiento esperado de 52,4% en los gastos pensionales netos del Banco.