



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA
AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

JULIO DE 2002

BANCO DE LA REPÚBLICA

CONTENIDO

I.	INTRODUCCIÓN	7
II.	CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA	10
	A. CONCEPTOS BÁSICOS	11
	B. EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EL LARGO PLAZO	13
III.	POLÍTICA MACROECONÓMICA	17
	A. POLÍTICA MONETARIA	17
	B. MERCADO CAMBIARIO Y POLÍTICA CAMBIARIA	25
	C. SISTEMA FINANCIERO	29
	D. POLÍTICA FISCAL	34
	E. PROGRAMA DE AJUSTE CON EL FMI	37
IV.	DESEMPEÑO ECONÓMICO RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA 2002	40
	A. DESEMPEÑO MACROECONÓMICO Y EMPLEO	40
	B. RESULTADOS DE LA INFLACIÓN Y TENDENCIAS BÁSICAS	57
	C. PERSPECTIVAS FISCALES PARA EL AÑO 2002	62
V.	RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA	65
	A. RESERVAS INTERNACIONALES	65
	B. SITUACIÓN FINANCIERA	67

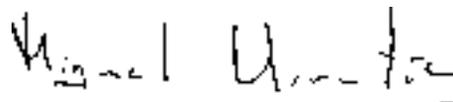
Bogotá, D. C., julio 31 de 2002

*Señores
Presidentes y demás miembros
Honorable Comisiones Terceras
Constitucionales Permanentes
Senado de la República
Cámara de Representantes
Ciudad.*

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos en lo corrido de 2002. Luego, se presentan las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. En la última sección, se informa sobre la composición de las reservas internacionales y las proyecciones de la situación financiera del Banco de la República para el año 2002.

Con un atento saludo,



Miguel Urrutia Montoya

Gerente General

INTRODUCCIÓN

El Informe que se presenta al Honorable Congreso de la República analiza el comportamiento de la economía colombiana y la política macroeconómica ejecutada durante 2002. La actividad económica continuó exhibiendo un bajo dinamismo en los primeros meses si bien se vio un repunte en el segundo trimestre del año. El desempleo, aunque se ha venido reduciendo y la ocupación ha aumentado, se mantuvo en niveles elevados. La cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit menor que el del primer trimestre del año anterior, como consecuencia de la mayor caída de las importaciones con respecto a las exportaciones. La inflación anual descendió en los primeros cuatro meses del año en curso en respuesta al exceso de capacidad que aún registra la economía, la estabilidad cambiaria y la credibilidad de la política monetaria y de sus metas. En los meses de mayo y junio, se evidenció un aumento de la inflación, como consecuencia de un alza de los precios de los alimentos.

En los más recientes informes que se han presentado al Congreso se ha hecho énfasis en distintos temas relacionados con el desempeño económico de la Nación. Uno de ellos, se refirió a la lentitud que suele tener el proceso de recuperación del sector financiero después de una crisis. Otro, se concentró en los factores que explican el desempleo en una economía. Un tercero estudió los peligros de la insostenibilidad de la deuda pública en Colombia. Cada uno de ellos tuvo como propósito alertar al Congreso y a la sociedad sobre los principales problemas que aquejan al país en el campo económico. En este Informe el principal motivo de reflexión lo constituye el papel de la política monetaria en el crecimiento y la inflación, con algunas notas de carácter analítico y otras que hacen referencia a la experiencia colombiana de los últimos años. La idea central es que la economía colombiana presenta dos tipos de debilidades. La primera tiene que ver con el crecimiento del producto potencial, que parece haber disminuido en los últimos años. La segunda, se refiere al bajo crecimiento del gasto agregado, lo cual lleva a que la economía funcione por debajo de su capacidad.

La política monetaria ha impedido un deterioro mayor del producto potencial, al reducir el nivel y la volatilidad de la inflación, mejorando la eficiencia en la asignación de recursos y las decisiones de ahorro e inversión. Al mismo tiempo, ha buscado tener un impacto positivo sobre el gasto agregado, disminuyendo las tasas de interés y suministrando liquidez abundante para el consumo y la inversión de los hogares y las empresas.

El capítulo III analiza la política macroeconómica adelantada en 2002. Como ha ocurrido en los últimos dos años, el manejo de la política monetaria ha buscado el mayor crecimiento posible de la economía, manteniendo su compromiso con el cumplimiento de la meta de inflación. El manejo de dicha política en los últimos años puede caracterizarse como contra-cíclico y ex-

pansivo. Por lo tanto, las tasas de interés han disminuido de forma significativa, lo cual ha incidido favorablemente en el comportamiento de la demanda agregada. No obstante, todavía no se advierte el desempeño esperado del crédito, debido al proceso de recuperación en que aún se encuentra el sector financiero y a la cautela de los agentes para endeudarse. Los indicadores del sector financiero continuaron mejorando en lo corrido del presente año, aun cuando todavía se advierte un deterioro progresivo de la cartera vencida de la banca hipotecaria.

En lo que se refiere a la situación cambiaria, durante los primeros meses de este año se presentaron oscilaciones sustanciales. Hasta la primera quincena de mayo continuó la tendencia a la apreciación del peso. A partir de entonces se ha registrado una tendencia a la devaluación. Así, el 30 de junio la tasa de cambio nominal fue superior en 4,7% a la de finales del año 2001. El comportamiento cambiario en los primeros meses estuvo afectado por el bajo nivel de las tasas de interés externas, por el prefinanciamiento que el sector público obtuvo en el exterior durante 2001 y por las expectativas sobre la monetización de divisas del Gobierno en el presente año. Adicionalmente, la evolución de la tasa de cambio se vio afectada por la necesidad de los fondos de pensiones de reducir la exposición de su portafolio en moneda extranjera. Sin embargo, las nuevas condiciones de los mercados financieros externos y el canje de deuda externa por interna realizado a partir de mayo por el Gobierno produjeron un vuelco en la tendencia de las expectativas de devaluación. Entre el 15 de mayo y el 30 de junio de 2002 el peso se devaluó en un 4,6%, aunque todavía se presenta una apreciación real anual de -4,12%.

Con respecto a la política fiscal, en 2001 se presentaron aumentos en los ingresos y los gastos públicos por encima del PIB nominal. Si bien el comportamiento de la inversión pública contribuyó al crecimiento de la demanda interna, los mayores recaudos de impuestos, producto de la reforma tributaria, incidieron en el ingreso disponible y explicarían parte de la desaceleración del crecimiento del consumo privado observada en 2001. A pesar de los esfuerzos en la disminución de los gastos, limitados por la inflexibilidad del presupuesto, el déficit del sector público se mantuvo casi inalterado: 3,3% del PIB en 2000 y 3,2% en 2001. En los primeros tres meses de 2002, se registró un déficit del sector público consolidado similar al observado en el mismo período del año anterior. Las finanzas del Gobierno Central muestran una trayectoria análoga con una disminución importante de los gastos y de los ingresos.

En el capítulo IV del Informe (como es tradicional) se analiza el desempeño de las principales variables macroeconómicas en los primeros meses de 2002 y las perspectivas para lo que resta del año. El fenómeno de bajo crecimiento de la economía se asocia con factores externos e internos. Entre los primeros se destacan el deterioro de los términos de intercambio y de la demanda externa, vinculado con el desempeño de la economía mundial. Estos factores se amplificaron por otros internos como el persistente desempleo, la incertidumbre y la violencia generadas por la ruptura del proceso de paz. En cuanto a las perspectivas macroeconómicas para el resto del año 2002, el débil crecimiento del producto en el primer trimestre y el difícil entorno internacional condujeron a que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Departamento Nacional de Planeación (DNP) revisaran la meta de crecimiento para todo el año. Las nuevas proyecciones del Gobierno estiman un crecimiento de la economía de 1,5%, aunque una recuperación más acelerada de la economía mundial podría llevarlo al 2%. Por su parte, se espera que la inflación siga en una trayectoria compatible con el cumplimiento de la meta del 6%, estable-

cida para el presente año. De acuerdo con las proyecciones de la balanza de pagos, se prevé que el déficit en cuenta corriente para el año 2002 sea de 2,3% del PIB, como resultado de la reducción en las exportaciones de bienes de 2,3% y de las importaciones de bienes de 2,0%.

El Informe finaliza con la presentación de la evolución de las reservas internacionales, que se encuentran en niveles históricos altos, y la situación financiera del Banco de la República. Las nuevas proyecciones de los ingresos, que tienen en cuenta los efectos de la devaluación del dólar frente a otras monedas, permiten prever que las utilidades del Banco ascenderán a \$661,7 miles de millones (mm), mayores que los \$200,9 mm estimados en el Informe presentado al Congreso en marzo del presente año. Sin embargo, el resultado final dependerá del comportamiento del euro y el yen.

CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

A partir de la segunda mitad de la década pasada, las tasas de crecimiento que venía experimentando la economía colombiana, alrededor del 5% anual, disminuyeron significativamente. En el período de 1997-2001, el crecimiento real promedio del país fue de sólo el 0,8%, y en el año 2002 probablemente crecerá a la misma tasa registrada el año anterior (1,5%). La desaceleración del crecimiento económico también se ha observado en otras economías latinoamericanas. Para citar solo un ejemplo, en Chile, la economía de la región más exitosa en las últimas décadas, la tasa de crecimiento del producto se redujo de alrededor del 7% anual en el período de 1985-1997, a cerca del 3% entre los años de 1998 y 2001.

Como se ha analizado en anteriores informes al Congreso, la caída generalizada del crecimiento real de las principales economías de América Latina sugiere la existencia de un choque externo negativo común a la región. El choque ha afectado tanto el mercado de bienes como el financiero. En el mercado de bienes el efecto del sector externo se refleja en la baja en los precios de algunos productos de exportación de gran importancia para la economía colombiana, como el café, y en la caída en la demanda de nuestros productos en la economía de los Estados Unidos y Venezuela. En el mercado financiero, los efectos negativos del entorno internacional se manifiestan en el encarecimiento o la escasez de crédito externo, o la salida de capitales nacionales. Con dificultades de acceso a los mercados internacionales por parte de las personas y empresas colombianas, aunado a la poca profundidad y liquidez del mercado nacional de capitales, la contracción del crédito proveniente del exterior y del mercado financiero ha venido acompañada de una caída

en la tasa de crecimiento del producto superior a lo explicado exclusivamente por el deterioro en los términos de intercambio colombianos.

Sin embargo, el choque externo negativo y su propagación asociada al bajo desarrollo y profundidad del sistema financiero no explican en su totalidad el bajo nivel del producto per cápita colombiano ni la reciente reducción de la tasa de crecimiento de la economía. Las causas de estos fenómenos tienen su origen en una variedad de factores, algunos asociados a los determinantes del crecimiento económico de largo plazo, y otros que tienen que ver con el ciclo económico. La política monetaria, sin embargo, ha tratado de maximizar el crecimiento del producto, estimulando el gasto agregado y alcanzando tasas decrecientes de inflación en un marco de inflación objetivo.

A continuación, se analiza la relación entre el crecimiento económico, la inflación y la política monetaria, con algunas notas de carácter analítico y otras que hacen referencia a la experiencia colombiana de los últimos años. La idea central es que la economía colombiana adolece de dos tipos de debilidades. La primera se refiere al crecimiento del producto potencial, el cual parece haber disminuido en las últimas décadas. El papel de la política monetaria en este frente es disminuir el nivel y la volatilidad de la inflación, con lo cual mejora la eficiencia en la asignación de recursos y las decisiones de ahorro e inversión. La segunda, se relaciona con el bajo crecimiento del gasto agregado. Esto lleva a que la economía funcione por debajo de su capacidad. En este caso, el efecto de la política monetaria sobre el gasto agregado es directo, incidiendo sobre el nivel de las tasas de interés y el consumo y la inversión de los hogares y las empre-

sas. La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha venido contribuyendo al mayor crecimiento económico con logros en los dos frentes: reduciendo de manera significativa el nivel y la variabilidad de la tasa de inflación, y suministrando liquidez abundante a bajas tasas de interés. Con ello ha contribuido también a la reducción del servicio de la deuda del Gobierno, los hogares y las empresas.

El crecimiento de la economía colombiana, sin embargo, no es satisfactorio. Desde 1998, el único año en que el producto real creció por encima de la población, fue el año 2000. Esto es especialmente preocupante debido a que la mejor forma de aumentar el nivel de vida de la población, en especial de los más pobres, es crecer a altas tasas. Así mismo, diferentes estudios muestran que existe una relación positiva entre el crecimiento económico y la reducción de los niveles de pobreza. Como se argumenta adelante, las causas del bajo crecimiento colombiano se encuentran, principalmente, en la vulnerabilidad de la economía a los choques negativos provenientes del sector externo, en el fuerte crecimiento del gasto público y su bajo grado de eficiencia, a la debilidad y el bajo desarrollo y profundización del sistema financiero, a la situación de violencia y a factores institucionales asociados, entre otros, con la falta de efectividad del Estado, el bajo respeto a la ley y el alto grado de corrupción.

A. CONCEPTOS BÁSICOS

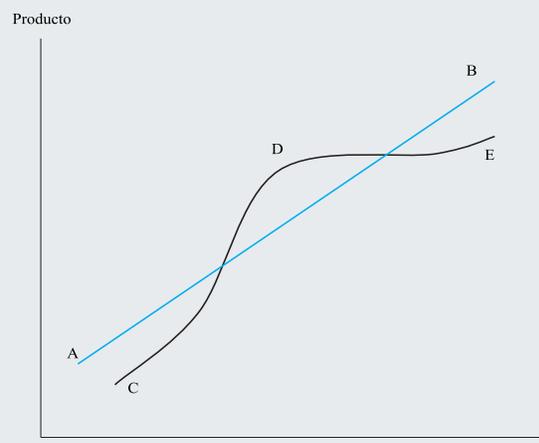
La relación entre la inflación, el crecimiento económico y la política monetaria puede ilustrarse inicialmente con el uso del Gráfico 1. Este gráfico representa la interpretación tradicional del ciclo económico y la forma en que muchos economistas entienden la relación entre la inflación y el crecimiento en el corto y en el largo plazo. La línea recta *AB* indica el crecimiento potencial (a capacidad plena) de la economía. Este crecimiento está determinado por factores de oferta, principalmente, por el crecimiento de la fuerza laboral y su calidad educativa, el aumento del capital

físico, la eficiencia general en la asignación y administración de sus recursos productivos, la capacidad de absorción de la información tecnológica, la calidad de sus instituciones judiciales y el grado de apertura o exposición a la competencia. Por su parte, la curva *CDE* representa el comportamiento observado de la economía, el cual puede implicar la existencia de desviaciones transitorias, de corto plazo, de la producción respecto a su valor de tendencia.

La idea central derivada del diagrama es que si la demanda agregada de la economía excede la línea *AB* (su capacidad de oferta) la inflación tiende a aumentar. Similarmente, si la demanda es inferior a los valores representados en la línea *AB*, tiende a bajar. Esto significa que cuando la demanda es inferior a la oferta, como en los puntos *C* y *E*, es posible que la economía crezca a una tasa mayor, al tiempo que la inflación disminuye o no se acelera.

La política monetaria, entonces, no puede contribuir de manera *directa* en un aumento de la capacidad de oferta de la economía. Esta última depende de los factores reales antes anotados. Sin embargo, dicha política monetaria sí puede hacer una contribución *indirecta* al crecimiento económico de largo plazo si logra y mantiene la estabilidad de los precios. Con ello, se elimina una fuente básica de confusión e in-

GRÁFICO 1
RELACIÓN ENTRE LA INFLACIÓN,
EL CRECIMIENTO Y LA POLÍTICA MONETARIA



Fuente: Nota Editorial (2000). Revista del Banco de la República, agosto, No. 874.

certidumbre, la ocasionada por la variabilidad de los precios, y un impuesto distorsionante que grava con mayor intensidad a los más pobres y afecta negativamente la calidad de las decisiones económicas, la capacidad competitiva de la producción nacional y los incentivos al ahorro y la inversión. Además, la inflación impide la profundización del mercado de capitales.

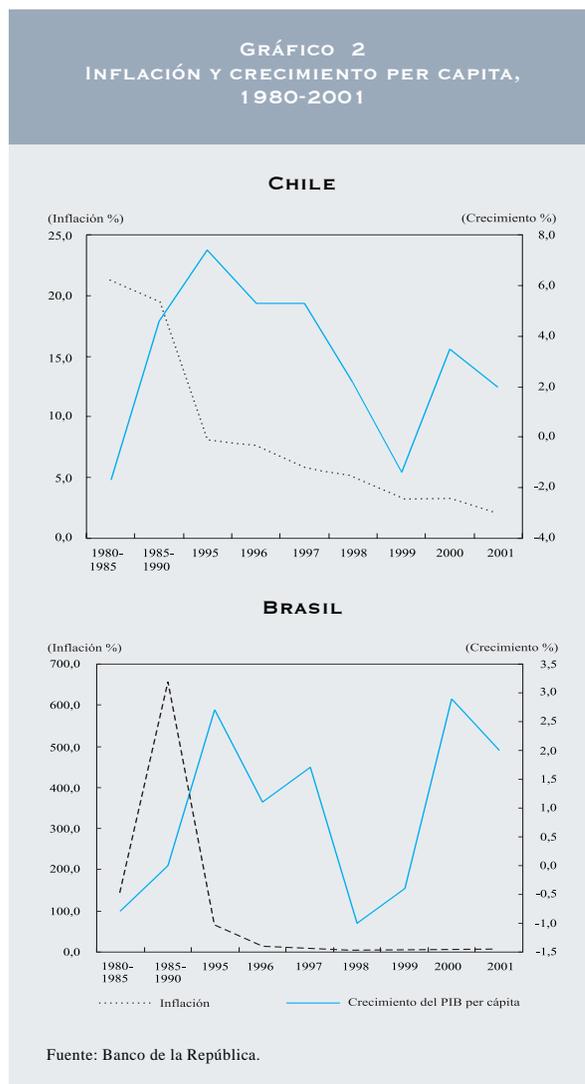
De otra parte, la política monetaria puede afectar la demanda real, el empleo y el crecimiento económico de corto plazo cuando, como es usual, existen rigideces de precios y salarios o ajustes no instantáneos en las expectativas de los agentes. En estas condiciones, los aumentos en la cantidad de dinero que afectan los precios con mayor rapidez que los salarios, reducen el salario real e incentivan temporalmente la oferta de la economía. Así mismo, los cambios en la cantidad de dinero que superen los incrementos en los precios aumentan la demanda real y estimulan la actividad productiva. Así, en la medida en que exista capacidad ociosa de los factores de producción y la política monetaria sea expansiva, la reducción de las tasas de interés y el suministro abundante de liquidez primaria promueve la recuperación productiva y la generación de empleo. En contraste, cuando la economía funciona por encima de su nivel de capacidad, una expansión monetaria adicional acelera la inflación y crea desequilibrios macroeconómicos insostenibles.

La descripción anterior es una versión simplificada de la relación existente entre el crecimiento económico, la inflación y la política monetaria. En la realidad, la relación entre estas tres variables es más compleja, al igual que la diferenciación entre el corto y el largo plazo. Para los propósitos de este Informe, son relevantes tres comentarios adicionales:

- El nivel de inflación de una economía no solo depende de la diferencia entre el producto observado y el producto potencial, sino también de las expectativas de los agentes económicos y la credibilidad de las políticas del banco central. La existencia de recesión no es una condición necesaria ni suficiente para la reducción de la tasa de inflación. Que no es una condición necesaria lo ilustra

claramente la experiencia reciente de Chile y Brasil. Como se observa en el Gráfico 2, las caídas en la inflación en esos países vinieron acompañadas de una aceleración en sus tasas de crecimiento. En contraste, las fuertes recesiones de Ecuador en 1998, y Argentina en el presente año, han estado acompañadas de una aceleración fuerte en sus tasas de inflación.

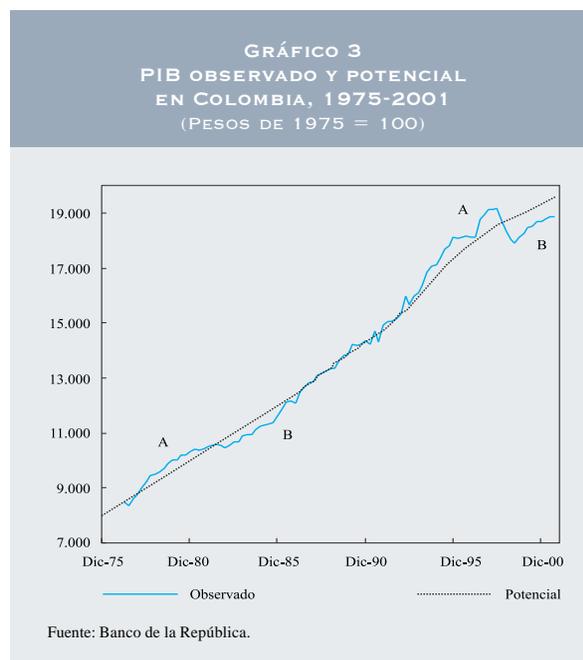
- En economías abiertas o semiabiertas, la capacidad de la política monetaria para afectar la demanda agregada tiene limitaciones, independientemente del régimen cambiario vigente. Con un sistema de tasa de cambio fija o semifija, la expansión monetaria en exceso de la demanda de dinero obliga a la intervención del banco central mediante la venta de reservas internacionales. Esto drena la liquidez



excesiva de la economía, anulando los efectos iniciales. Por su parte, en una economía con un sistema de tasa de cambio flotante, las expansiones monetarias excesivas aceleran la devaluación de la moneda local y, a través de ella, aumentan el nivel y las expectativas de inflación. Las mayores expectativas de devaluación e inflación presionan al alza las tasas de interés y contraen el gasto agregado; así, expansiones monetarias excesivas pueden terminar en mayor inflación y menor crecimiento del producto y el empleo sin capacidad alguna para reducir la tasa de interés real en el mediano o en el largo plazo.

- En economías que exhiben un ciclo prolongado de bajo crecimiento económico es fundamental considerar los posibles vínculos entre el ciclo económico y el crecimiento del producto en el mediano plazo. Pueden identificarse tres canales de esta relación. El primero tiene que ver con la salud del sistema financiero. Ciclos recesivos prolongados, o profundos, debilitan el sistema financiero e interrumpen el canal del crédito (véase, por ejemplo, las experiencias de Japón y Argentina). En estas condiciones la política monetaria pierde potencia y el crecimiento económico se ve interrumpido. El segundo canal se refiere al efecto político del ciclo. Con recesiones prolongadas aumenta el deseo de realizar políticas económicas que afectan la eficiencia de la economía y comprometen el crecimiento en el largo plazo. El tercer canal es el efecto permanente sobre el empleo que puede tener un choque temporal. Esto ocurre, principalmente, cuando los desempleados pierden habilidades y motivación y se vuelven poco atractivos para los empleadores. Como veremos luego, estos canales refuerzan la importancia del control de la inflación y de una política fiscal austera.

El Gráfico 3 presenta una estimación de la descomposición del producto interno bruto colombiano entre su tendencia de largo plazo, o producto potencial, y el ciclo económico, para el período de 1975-2000. En el eje vertical se muestran los valores del PIB a



precios de 1975, y en el eje horizontal los años. Los puntos por resaltar están representados por las letras A y B. Las letras A muestran momentos en que la economía funcionó por encima de su producción potencial. En esos años, la inflación se aceleró y/o la tasa de cambio real se apreció y la cuenta corriente de la balanza de pagos registró altos déficit. Los puntos B son años en que el producto observado se situó por debajo de su tendencia de largo plazo, o nivel potencial. Esos son años de caídas en la inflación y/o correcciones de los desequilibrios macroeconómicos y devaluación de la tasa de cambio real. Las transiciones de A a B son dolorosas, con caídas en el crecimiento, debilitamiento del sector financiero y aumentos en las tasas de desempleo. Más importante aún, el gráfico muestra una economía que crece por debajo de un nivel potencial que aumenta a una tasa menor que la registrada en el pasado. Esto sugiere problemas en el proceso de crecimiento económico de largo plazo, y en el ciclo de corto plazo.

B. EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EL LARGO PLAZO

¿Qué factores explican el crecimiento de largo plazo de las economías? Existen dos respuestas comple-

mentarias, una que denominaremos “clásica” y otra “institucional”. La respuesta clásica enfatiza el crecimiento de los factores productivos (el aumento de la fuerza de trabajo, la expansión del capital físico y el crecimiento de la productividad global del trabajo y el capital). El crecimiento de la fuerza de trabajo, en el largo plazo, está determinado por el crecimiento poblacional y la tasa de participación en la fuerza laboral. El aumento del capital, por su parte, depende de la tasa de ahorro, y en especial del ahorro interno, debido a que el financiamiento externo es fuertemente inestable. Por último, la productividad global de los factores, definida como la capacidad de producir más, empleando la misma cantidad de factores de producción (o, de manera equivalente, producir la misma cantidad usando menos capital y/o trabajo), se asocia, entre otras cosas, a la capacidad de las empresas para innovar o mejorar los productos o procesos productivos y adoptar nuevas tecnologías; a la flexibilidad de la fuerza de trabajo para usar el capital y responder a nuevas demandas y oportunidades; a la eficiencia general en la asignación y administración de recursos; a la exposición a la competencia y a la calidad de la educación y la salud de la población.

Los trabajos empíricos encuentran que en el largo plazo el crecimiento de la fuerza laboral y la expansión del capital físico explican entre el 20 y el 50 por ciento del crecimiento del producto. Así, entre el 50 y el 80 por ciento del crecimiento está determinado por la productividad global de los factores. Tomado en su conjunto, las recomendaciones clásicas para acelerar el crecimiento económico son las siguientes:

- Acumular capital humano a través de la educación formal, la capacitación en el sitio de trabajo y el mejoramiento de la salud.
- Generar estímulos para incrementar el ahorro y la inversión.
- Promover el desarrollo y buen funcionamiento de los mercados y la competencia, incluyendo el tener un marco regulador apropiado y estar integrado a la economía mundial.

- Tener estabilidad macroeconómica, entendida como la existencia a lo largo del ciclo económico de un balance promedio entre el gasto y los impuestos gubernamentales, y una política monetaria creíble y responsable.

Con estas características se tienen empresas y personas con la habilidad y la energía para participar de los avances del conocimiento; surgen empresarios capaces de convertir las innovaciones y las ideas en negocios exitosos; se integran las empresas a la economía mundial, se especializan y no se limitan al mercado local; los gobiernos facilitan el mantenimiento de niveles bajos de tasas de interés y son promotores del ahorro, el cambio y la acumulación de capital humano; las economías preservan bajos niveles de inflación, lo cual facilita las decisiones de ahorro e inversión, promueve las inversiones productivas, desincentiva la especulación e incentiva el desarrollo de mercados financieros amplios, profundos y diversificados.

En relación con las condiciones clásicas para promover el crecimiento de largo plazo de la economía, Colombia se ubica en el contexto internacional en un lugar mediocre en la mayoría de ellas. Las tasas de ahorro e inversión son bajas, al igual que la calidad y la cobertura de la educación, de adaptar nuevas tecnologías, la capacidad de competir en los mercados internacionales y la efectividad de la acción del Estado. En el pasado reciente en nuestro país algunos de los determinantes del crecimiento además se han deteriorado. En particular, se destaca la caída del ahorro privado, el fuerte aumento del gasto y el nivel de la deuda pública, la mayor vulnerabilidad y la caída en el grado de profundización del sistema financiero.

Todos estos factores están interrelacionados y se unen para crear condiciones poco propicias para la inversión productiva y la generación de empleo. Desde los primeros años de la década del 90, el gasto público en Colombia ha crecido fuertemente. Al comienzo fue financiado con impuestos e ingresos por privatizaciones, pero aun así cayó la

tasa de ahorro de la economía. Luego ha tenido que ser financiado con una creciente deuda pública. Los resultados del aumento del gasto, en términos del suministro de bienes públicos, han sido pobres. Y el incremento de la deuda pública compromete la capacidad del Gobierno de responder a choques adversos, presiona al alza las tasas de interés y obliga al país a pagar una alta prima de riesgo soberano para tener acceso a los mercados internacionales de crédito. Todo esto aumenta el costo del capital. Así mismo, con la caída del ahorro privado, disminuye la inversión o queda fuertemente dependiente del ahorro externo, fuente inestable de recursos que además genera volatilidad en la tasa de cambio y golpea el desarrollo de los sectores productores de bienes transables. El sistema financiero, luego de unos pocos años de aumento en su grado de profundización, revirtió esa tendencia y se encuentra en la actualidad en una situación en la que ofrece y logra colocar una cantidad limitada de crédito. En estas condiciones, pierde eficiencia en su papel de suavizar las fluctuaciones del consumo cuando se presentan choques adversos al ingreso de las personas, y no apoya (con todo su potencial) el financiamiento de la inversión y el crecimiento.

Para la teoría institucional del desarrollo económico, los países que más crecen son los que tienen instituciones económicas estables; los que cuentan con instituciones y leyes que favorecen la producción sobre las rentas, y los que tienen empresas abiertas al comercio internacional y a la competencia en los mercados globales. Estas características promueven la inversión en capital físico y humano, atraen el capital extranjero y la transferencia de tecnología, premian el espíritu empresarial e incentivan la búsqueda de nuevas formas de crear, producir y transportar bienes y servicios.

Los trabajos empíricos realizados en los últimos años emplean una variedad de indicadores para evaluar las predicciones de la teoría institucional. Los más comúnmente empleados son las medidas de carga reguladora y grado de apertura de la economía; de niveles de corrupción y violencia política; de con-

fianza en la ley, respeto a los derechos a la propiedad y seguimiento de las reglas de la sociedad; de existencia de libertades civiles y derechos políticos. En general, estos indicadores están fuertemente correlacionados con el ingreso per cápita de los países, fenómeno que se explica no sólo por las razones anotadas, sino también debido a que las sociedades con buen desarrollo institucional facilitan y se adaptan a la innovación tecnológica y el cambio en general, lo cual es una condición necesaria para el crecimiento de la productividad¹. Por su misma naturaleza, las ganancias de esta última surgen de producir bienes y servicios en formas diferentes y mejores, o de producir nuevos bienes y servicios.

En Colombia, la ausencia de confianza en el sistema judicial, la impunidad, la inseguridad jurídica y la corrupción son altas para los estándares mundiales y algunas de ellas se han incrementado en los últimos años. Así mismo, la violencia reinante, financiada por el narcotráfico y propiciada por todos los grupos al margen de la ley, es uno de los factores que más negativamente afectan el crecimiento de la economía no solamente por su impacto en la inversión y la productividad, sino porque obliga a invertir los recursos del Estado y el sector privado en seguridad, en lugar de destinarlos a otras actividades como la ampliación de la capacidad productiva de la economía. Como consecuencia de la inseguridad y de un marco institucional poco adecuado, el crecimiento en Colombia en los últimos años, ha disminuido apreciablemente.

La diversidad de factores que explican la disminución del crecimiento en el país durante los últimos años implica que se requeriría implementar diferentes políticas públicas hacia el futuro para que la economía recobre una senda de expansión más dinámica. Para

¹ Véase por ejemplo, Barro, R. (1997). *Determinants of Economic Growth*. Cambridge, MIT Press. Hall, R.; Jones, C. (1996). "The Productivity of Nations", *NBER*, Working Paper, No. 5812, Cambridge. Sachs, J.; Warner, A. (1996). "Economic Reform and The Process of Global Integration", *Brookings Papers of Economic Activity*, No. 1. Kaufman, D.; Kraay, A.; Zoido-Lobaton, P. (1999). "Governance Matters", *World Bank*, Policy Research Working Paper, No. 2196.

lograrlo, se necesita medidas que incidan sobre lo que aquí se ha denominado los determinantes “clásicos” del crecimiento. Entre ellas, promover la educación, tener estabilidad macroeconómica y generar incentivos al ahorro, la inversión y al desarrollo de los mercados y la competencia. Así mismo, se requiere actuar sobre los determinantes “institucionales”, vale decir, aplicar políticas que mejoren la calidad de las institu-

ciones públicas y privadas, disminuyan la corrupción, la impunidad y la inseguridad jurídica, y le otorguen confianza a los inversionistas y la población en general sobre la vigencia de la ley en nuestro país. De igual forma, todos aquellos esfuerzos que se realicen para lograr que sea ésta una Nación segura y en paz redundarán en un mayor crecimiento económico hacia el futuro.

III

POLÍTICA MACROECONÓMICA

A. POLÍTICA MONETARIA

En los últimos cuatro años, en Colombia y otros países de América Latina, la política monetaria ha respondido al debilitamiento de la actividad económica mediante la promoción de condiciones más holgadas en los mercados financieros. Al mismo tiempo, se ha encaminado al logro gradual de tasas de inflación decrecientes y convergentes al nivel de los principales países desarrollados (3% o menos). En Colombia, una vez la JDBR, de común acuerdo con el Gobierno, establece una meta de inflación, la política monetaria busca impulsar el crecimiento económico y el empleo coherentes con dicha meta.

La política monetaria en Colombia en años recientes se ha basado en la llamada estrategia de *inflación objetivo* (IO), según la cual la autoridad monetaria cambia la postura de su política ante desviaciones entre la inflación (proyectada) y las metas establecidas para la misma. En ausencia de choques de oferta, esta política implica una estabilización del producto respecto a su nivel potencial. Para que esta estrategia funcione eficientemente se requiere que el país no enfrente una situación fiscal crítica, y que haya estabilidad externa y del sector financiero.

1. Tasas de interés

La postura de la política monetaria se refleja en las tasas de interés de las operaciones de mercado abierto del Banco de la República. Estas son operaciones de corto plazo (Repos a un día) que se llevan a cabo mediante un sistema de subastas en el cual el Banco fija los cupos y las tasas de interés mínima y máxima

de corte para las operaciones de expansión y contracción, respectivamente. Adicionalmente, existen dos ventanillas destinadas a manejar excesos o defectos de liquidez de los intermediarios financieros a tasas “punitivas” (llamadas lombardas).

Así, la estructura de las tasas de interés de las operaciones Repo del Banco orienta la evolución de la tasa de interés interbancaria y acota sus fluctuaciones. En el transcurso del presente año la JDBR modificó a la baja la franja de tasas de interés de intervención del Banco de la República en cinco oportunidades (Cuadro 1). La disminución total de tasas para las subastas de expansión y contracción fue de 325 puntos básicos (pb), mientras que las tasas máxima y mínima de expansión y contracción (lombardas) se redujeron en 325 y 300 pb, respectivamente. En el mes de abril se produjo el mayor cambio, cuando la JDBR redujo en 100 pb todas sus tasas de intervención.

Durante el primer semestre del año, las subastas de expansión fueron realizadas a la tasa mínima de expansión, y los cupos de Repos a un día fueron amplios y estuvieron subutilizados en algo más de 40% (Cuadro 2). Durante este período, se efectuaron transacciones por ventanilla aunque en montos muy marginales (\$7 mm en promedio durante el semestre).

Por otra parte, las subastas de contracción se utilizaron en montos inferiores a los ofrecidos y se realizaron a las tasas máximas de contracción. Durante todo el período se efectuaron operaciones de contracción por ventanilla, en su mayoría de recursos provenientes de excedentes de liquidez de la Tesorería General de la Nación (TGN).

CUADRO 1
TASAS DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (*)
(PORCENTAJE)

Fechas de vigencia		Mínima de contracción (Lombarda)	Máxima para subasta de contracción	Mínima para subasta de expansión	Máxima de expansión (Lombarda)	TIB (Fin de)
Desde	Hasta					
17-Dic-01	18-Ene-02	6,25	7,50	8,50	12,25	8,21
21-Ene-02	15-Mar-02	6,00	7,00	8,00	11,75	7,78
18-Mar-02	12-Abr-02	5,25	6,25	7,25	11,00	7,14
15-Abr-02	17-May-02	4,25	5,25	6,25	10,00	5,97
20-May-02	14-Jun-02	3,75	4,75	5,75	9,50	5,65
17-Jun-02		3,25	4,25	5,25	9,00	5,13

(*) Cifras hasta el 20 de junio de 2002.
Fuente: Banco de la República.

CUADRO 2
OPERACIONES DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN A UN DÍA (*)
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

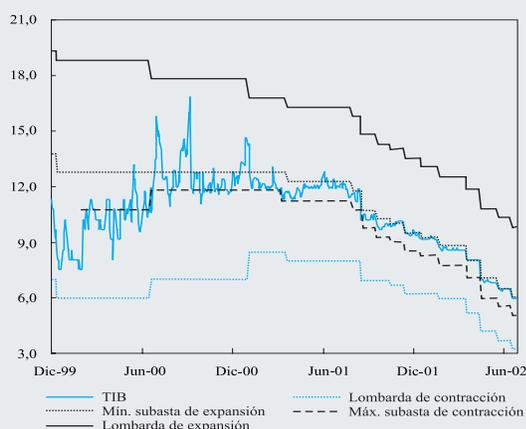
	Operaciones por subasta						Operaciones por ventanilla	
	Expansión			Contracción			Expansión	Contracción
	Cupo	Uso	Uso %	Cupo	Uso	Uso %		
Enero	565,9	293,7	51,9	1.300,0	271,1	20,9	2,9	62,3
Febrero	920,0	432,8	47,0	1.050,0	243,0	23,1	7,6	27,1
Marzo	1.018,8	647,7	63,6	529,4	140,5	26,5	10,6	10,2
Promedio I trimestre	834,9	458,1	54,9	959,8	218,2	22,7	7,1	33,2
Abril	727,5	325,3	44,7	1.210,0	781,1	64,6	7,7	57,8
Mayo	769,6	396,3	51,5	804,3	550,2	68,4	4,1	50,7
Junio	800,0	575,8	72,0	725,0	307,2	42,4	10,3	23,0
Promedio II trimestre	765,7	432,5	56,5	913,1	546,2	59,8	7,3	43,9

(*) Datos actualizados al 28 de junio de 2002, promedio del mes monetario.
Fuente: Banco de la República.

En los últimos años el Banco redujo significativamente el nivel y la dispersión de la estructura de tasas de interés, como se aprecia en el Gráfico 4. Esta política resultó en una disminución del nivel y la volatilidad de la tasa de interés interbancaria tanto en términos nominales como reales (gráficos 4 y 5). A manera de ilustración, la tasa mínima de corte de

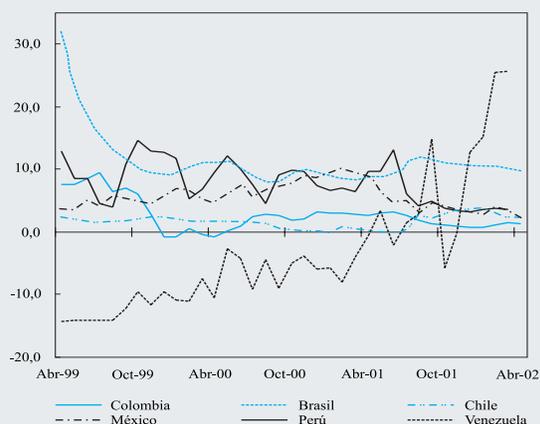
la subasta de expansión del Banco se redujo en 8,2 puntos porcentuales en términos reales entre enero de 1999 y junio de 2002, al igual que lo hizo la tasa de interés interbancaria real. De hecho, las tasas de interés reales de corto plazo en Colombia se encuentran hoy en día entre las más bajas de América Latina (Gráfico 6).

GRÁFICO 4
TASAS INTERBANCARIA Y DE INTERVENCIÓN
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 6
TASA REAL INTERBANCARIA Y/O DE INTERVENCIÓN
PARA ALGUNOS PAÍSES LATINOAMERICANOS (*)
(PORCENTAJE ANUAL)



(*) Deflactada con el IPC de cada país.
Fuente: FMI, Bancos Centrales.

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS
INTERBANCARIA REAL (*)
(PORCENTAJE)



(*) Deflactada con IPC.
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

La disminución del nivel y la volatilidad de la tasa interbancaria fueron determinantes en la baja de las tasas de interés nominal y real de mayor plazo, y fue posible en un contexto favorable de financiamiento externo y creciente credibilidad de la política monetaria, como se verá más adelante.

Siguiendo con algún retraso la evolución de la tasa interbancaria, las tasas de interés de captación y colocación del sistema financiero, así como las tasas

de los TES, se redujeron en términos nominales y reales (gráficos 7 y 8). En particular, las tasas reales de captación se situaron en los últimos dos años por debajo de su promedio histórico (Gráfico 9).

Esta reducción alivió la situación de los deudores en la economía (el Gobierno Nacional, entre ellos), contribuyó a la recuperación de la demanda agregada en 2000 y moderó los efectos de los choques adversos al ingreso disponible en 2001 -producidos por la caída de los términos de intercambio y por el aumento de la carga tributaria- incidiendo así favorablemente en el crecimiento de la economía. No obstante, los efectos de esta política expansiva sobre la demanda y el producto fueron limitados por la débil situación financiera de los varios agentes de la economía y por la percepción de riesgo que las instituciones financieras tienen de varios sectores económicos. En estas circunstancias, las rebajas en el costo de los recursos de los intermediarios no se reflejaron rápidamente en disminuciones de las tasas de interés activas o aumentos de la oferta de crédito (Gráfico 10)².

² El comportamiento de las tasas de interés de colocación y particularmente las de los créditos de consumo se vio afectado entre 1999 y 2000 por topes impuestos a las mismas a través de la tasa de interés de usura.

GRÁFICO 7
TASAS DE INTERÉS NOMINALES: TIB, DTF, TES A UN AÑO Y COLOCACIÓN (PORCENTAJE, EFECTIVO ANUAL)



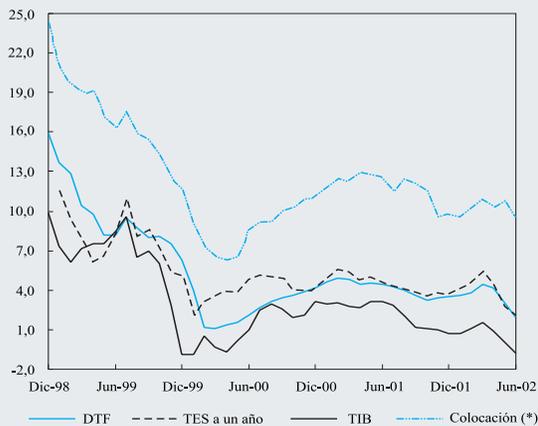
(*) Según metodología del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 9
TASA DE INTERÉS REAL DE CDT 90 DÍAS PARA BANCOS Y CORPORACIONES (PORCENTAJE PROMEDIO EFECTIVO ANUAL)



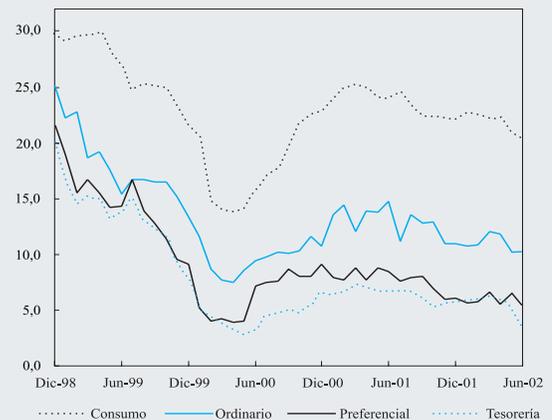
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 8
TASAS DE INTERÉS REALES: TIB, DTF, TES A UN AÑO Y COLOCACIÓN (PORCENTAJE, EFECTIVO ANUAL)



(*) Según metodología del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 10
TASAS DE COLOCACIÓN REALES, SEGÚN TIPO DE CRÉDITO (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

Esto reviste particular importancia en un país como Colombia, donde el crédito del sistema financiero constituye la principal fuente de financiación para varios agentes y sectores. Se requiere entonces un mejoramiento de la situación financiera de empresas, hogares y del sistema financiero para que la política monetaria sea más eficaz en términos de su impacto en la demanda agregada, el producto, el empleo y los precios.

2. Agregados monetarios

a. Base monetaria

En los últimos años, la reducción gradual de las tasas de interés de corto plazo fue coherente con la provisión de la liquidez primaria suficiente para atender los aumentos de la demanda de base monetaria, los cuales han sido sustanciales por varias razones. Entre ellas, la imposición y las posteriores modificaciones del gravamen sobre las transacciones financieras, que

CUADRO 3
AGREGADOS MONETARIOS, 1999-2001

	Base	Efectivo	M1	Cuasidineros	M2	M3
Promedio anual (Miles de millones de pesos)						
1999	7.068,2	4.202,9	9.303,1	40.088,2	49.391,3	57.482,8
2000	8.227,7	5.391,1	12.405,3	40.096,5	52.501,8	59.419,6
2001	9.500,6	6.529,9	13.927,7	42.700,0	56.627,6	63.761,4
Crecimiento % nominal anual						
2000-1999	16,4	28,3	33,3	0,0	6,3	3,4
2001-2000	15,5	21,1	12,3	6,5	7,9	7,3
Crecimiento % real anual						
2000-1999	7,0	17,9	22,6	(8,0)	(2,3)	(4,9)
2001-2000	7,3	12,5	4,3	(1,1)	0,2	(0,3)

Fuente: Banco de la República.

incrementaron la demanda de efectivo en poder del público³. Adicionalmente, los aumentos de la demanda de base monetaria fueron atípicamente altos como consecuencia de la propia caída de las tasas de interés nominales y la inflación, lo cual redujo el costo de oportunidad de los activos líquidos no rentables. Como se aprecia en el Cuadro 3, la base monetaria y M1 exhibieron desde 1999 tasas de crecimiento superiores a las del PIB nominal.

La provisión de la liquidez primaria por parte del Banco de la República entre 1998 y 1999 se efectuó mediante los Repos y cupos de liquidez (\$2.629 mm), las compras netas de TES en el mercado secundario (\$1.476 mm) y la distribución de utilidades al Go-

bierno (\$1.328 mm), a costa de la desacumulación de reservas internacionales (Cuadro 4). Entre 2000 y 2002, la expansión de la oferta de base se realizó a través de la distribución de utilidades al Gobierno (\$3.195 mm) y de la recomposición del saldo de reservas internacionales (\$2.597 mm). De esta manera, según el Cuadro 4, entre 1998 y 2002, la base monetaria aumentó en \$2,1 billones, correspondiendo \$3,9 billones a emisión relacionada con fuentes que facilitan el financiamiento del Gobierno.

En el transcurso de 2002 la JDBR suministró liquidez permanente a través de la compra de reservas internacionales y de títulos de deuda pública (TES), por un monto de \$699 mm. De estos, \$459 mm se otorgaron a través del ejercicio de opciones para la acumulación de reservas internacionales (US\$202,5 millones (m)) y los \$240 mm restantes, mediante la compra de títulos de deuda pública (TES). Las compras de TES contribuyeron en parte a recomponer el portafolio del Banco de la República, el cual, en el transcurso del año, presentó vencimiento de títulos (TES A y B) por valor de \$707 mm (\$522 mm de principal y \$185 mm de cupones).

³ El impuesto a las transacciones financieras se estableció en noviembre de 1998. Inicialmente, se fijó una tasa impositiva del 0,2% a los retiros de las cuentas de depósito. En enero de 2000 el impuesto se hizo extensivo a las transferencias entre cuentas de un mismo depositante en una institución financiera. Posteriormente, en enero de 2001, se elevó la tasa del impuesto a 0,3% y se eliminó su aplicación a las transferencias entre las cuentas de un mismo depositante en una institución financiera. Finalmente, en marzo de 2001 se autorizó una exención de dicho impuesto para retiros de cuentas de ahorro destinadas a financiar crédito hipotecario.

CUADRO 4
FUENTES DE LA BASE MONETARIA, 1998-2002
 (FLUJO ANUAL EN MILES DE MILLONES DE PESOS)

	1998	1999	2000	2001	2002 1/
Gobierno	644	2.480	832	914	(1.033)
Traslado utilidades	83	1.244	516	1.453	1.226
Compra neta TES	384	1.092	400	(623)	(282)
Cajero	177	143	(84)	84	(1.976)
Repos y cupos de liquidez	899	1.730	(691)	(1.215)	(38)
Compra neta de divisas	(2.761)	(1.437)	692	1.445	459
Recaudo de cartera 2/			(112)	(225)	(4)
Otros	(148)	44	249 3/	18	(69)
Total	(1.365)	2.817	971	938	(548)
Saldo base	6.922	9.739	10.710	11.648	11.100

1/ Año corrido a junio de 2002.

2/ Principalmente de Granahorrar.

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

Fuente: Banco de la República.

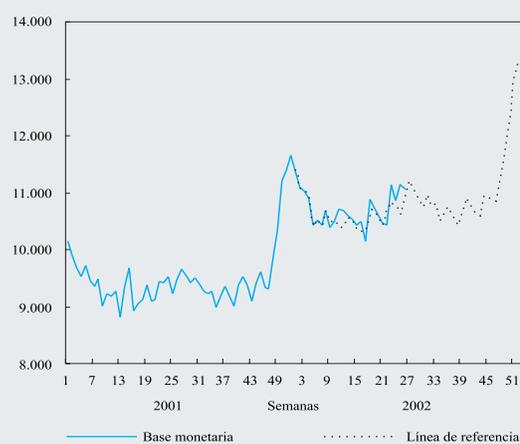
El 14 de diciembre de 2001 la JDBR adoptó la línea de referencia de la base monetaria correspondiente al año 2002⁴. Sin embargo, durante los dos primeros meses del año, se observó un crecimiento en la demanda de efectivo significativamente superior al implícito en la línea de referencia, el cual llevó a que la base monetaria observada registrara un incremento superior al proyectado. Este cambio en la dinámica del agregado motivó la revisión de la línea de referencia para 2002, la cual fue adoptada por la JDBR a partir del 1 de marzo. Dicha línea se aprecia en el Gráfico 11 y exhibe una tasa de crecimiento promedio anual de 14,4% y de 14,5% al finalizar el año.

A junio 28, la base monetaria registró un crecimiento anual de 17,1%, ligeramente sobre la línea de referencia, el cual la llevó a un valor de \$11.100 mm.

Al analizar el comportamiento de la base por componentes, entre enero y junio, la demanda de efectivo

⁴ Esta línea de referencia suponía para 2002, un crecimiento promedio de la base monetaria de 10,6% y de 12,4% al finalizar el año.

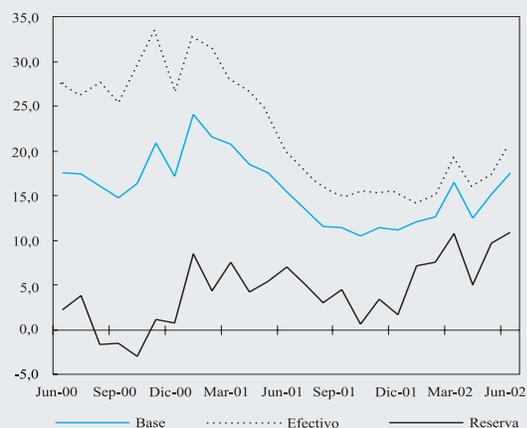
GRÁFICO 11
BASE MONETARIA Y LÍNEA DE REFERENCIA
 (MILES DE MILLONES DE PESOS)



Fuente: Banco de la República.

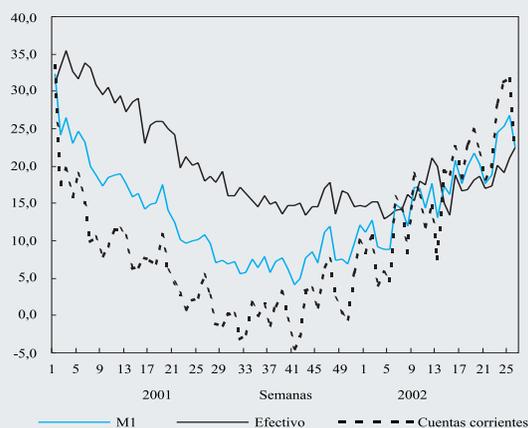
mantuvo su marcado dinamismo al registrar crecimientos promedio de 17,0% (Gráfico 12). Nótese que el año anterior, durante el mismo período, el efectivo crecía 27,5% en promedio. La reserva bancaria, por su parte, presentó un crecimiento promedio de 8,8%.

GRÁFICO 12
BASE MONETARIA, EFECTIVO Y RESERVA
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 13
M1, EFECTIVO Y CUENTAS CORRIENTES
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

b. Medios de pago (M1)

En lo corrido del presente año se observó una aceleración importante en la tasa de crecimiento de M1, registrando un quiebre en la tendencia decreciente que se venía evidenciando desde noviembre del año 2000 (Gráfico 13). Durante este período los medios de pago presentaron un crecimiento promedio de 16,9% mostrando el mayor dinamismo durante el segundo trimestre del año, con crecimiento promedio de 20,7%, muy superior a lo observado en el primer trimestre, 13,2%. Este crecimiento de M1 se explicó por el aumento en la demanda de efectivo de 18,1% y de las cuentas corrientes 23,1%. En particular, fue notorio el repunte de las cuentas corrientes, cuyo crecimiento promedio anual fue muy superior al observado en igual período del año anterior (5,4%).

La aceleración en el ritmo de crecimiento de M1 y, en particular, de las cuentas corrientes privadas, pudo obedecer, en parte, a la menor inflación y a las bajas tasas de interés nominal que redujeron los costos de oportunidad de demandar activos líquidos. Esto, a pesar de los mayores costos de transacción asociados al impuesto a las transacciones financieras. Por su parte, las cuentas corrientes del sector público mostraron un superior dinamismo, el cual se explica por los mayores giros de la Tesorería hacia el resto de entidades del sector.

c. Agregado monetario amplio (M3)

Por su parte, el agregado amplio, más conocido como M3 (resultado del efectivo + los pasivos sujetos a encaje + depósitos restringidos de entidades en liquidación), mostró tasas de crecimiento inferiores a las del PIB nominal desde 1999. Este fenómeno tuvo que ver en parte con la reducción en el crecimiento del ingreso y luego, igualmente importante, con la oferta creciente de títulos de deuda pública y con el aumento en la percepción de riesgo de los pasivos del sistema financiero, los cuales desembocaron en una reasignación del portafolio financiero de los hogares y las empresas a favor de los títulos públicos. En el Cuadro 5, se aprecia que el crecimiento del agregado M3 + TES fue similar al del PIB real, mientras que M3 cayó en términos reales. Adicionalmente, la salida de capitales privados del país en forma de inversión de portafolio o pago de deuda externa drenó también el crecimiento de este agregado.

El M3 registró durante el primer trimestre del año una desaceleración con una reversión de la tendencia ascendente que venía presentando desde 2001, al pasar de crecer 9,5% en el último trimestre de ese año a 7,8%, entre enero y marzo de 2002 (Gráfico 14). A partir de abril, el M3 ha mostrado un mayor dinamismo con crecimientos promedio de 8,9% en el segundo trimestre frente a 6,2% del mismo lapso del año anterior.

CUADRO 5
AGREGADOS MONETARIOS M3 Y TES

Promedios Anuales	M3	TES 1/	M3 + TES
Miles de millones de pesos			
1999	57.482,8	12.566,2	70.049,0
2000	59.419,6	18.070,1	77.489,6
2001	63.761,4	21.891,5	85.653,0
2002 2/	67.674,0	24.343,0	92.016,0
Crecimiento % nominal			
2000-1999	3,4	43,8	10,6
2001-2000	7,3	21,1	10,5
2002-2001 3/	8,2	22,5	11,7
Crecimiento % real 4/			
2000-1999	(4,9)	32,2	1,7
2001-2000	(0,3)	12,5	2,7
2002-2001 3/	2,3	15,7	5,5

1/ Excluye TES en poder del sistema financiero.

2/ Cifras hasta mayo de 2002.

3/ Mayo de 2002 vs. mayo de 2001.

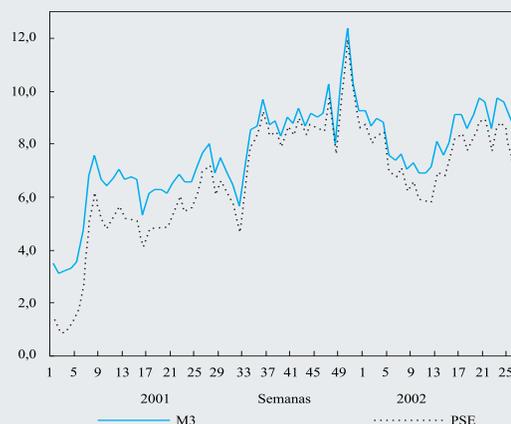
4/ Deflactado con IPC.

Fuente: Banco de la República.

Durante este período se registró un menor ritmo de crecimiento de los certificados de depósito a término (CDT) (Gráfico 15), fenómeno que pudo estar asociado con la menor demanda de este instrumento en el mercado, dadas las bajas tasas de interés nominal y los altos costos de transacción asociados con su manejo. Este comportamiento estaría relacionado con la mayor preferencia de liquidez observada en los últimos meses, como se mencionó anteriormente.

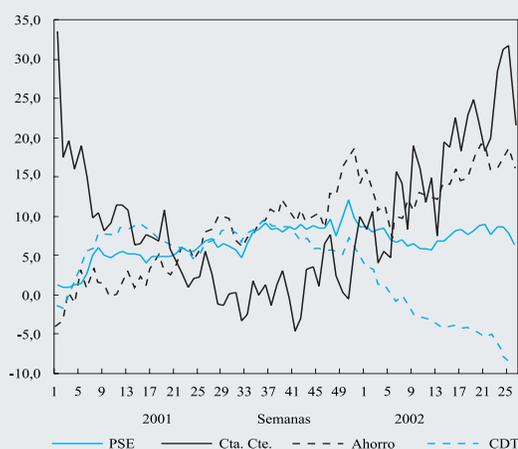
Con base en las consideraciones anteriores, puede concluirse que la política monetaria en los últimos años ha sido contra-cíclica y expansiva, gracias a la presencia de factores externos, tales como la reactivación de la economía de los Estados Unidos, la evolución de las tasas de interés internacionales y el financiamiento externo suficiente para cubrir los déficit externo y público. También han influido factores internos como credibilidad de la política anti-inflacionaria que evitó que la expan-

GRÁFICO 14
M3 Y PASIVOS SUJETOS A ENCAJE (PSE)
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 15
PSE, CUENTA CORRIENTE,
CDT AHORRO, FIDUCIARIOS
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República SGEE.

sión monetaria se tradujera en aumentos en las expectativas de inflación y, por ende, en presiones sobre las tasas de interés.

Se desprende que modificaciones importantes en estas condiciones pueden dificultar la posibilidad de conducir una política monetaria contra-cíclica. Por esta razón es esencial evitar acciones o anuncios que comprometan la credibilidad de la política monetaria y emprender un programa que permita la estabi-

lización de los indicadores de deuda externa y pública, mediante el ordenamiento de las finanzas del Estado. Dichos indicadores se deterioraron significativamente en los últimos años.

La reducción de la inflación y de las tasas de interés inducidas por la política monetaria, ayudó además a disminuir los costos de la deuda interna del Gobierno Nacional. En el Cuadro 6 se muestra que la tasa real implícita de los TES B disminuyó de 13,7% en 1999 a 10,3% en 2000 y 7,6% en 2001.

A lo anterior se sumó el cambio en la estructura de vencimientos de los TES B hacia plazos mayores, gracias a las expectativas de los agentes del mercado de tasas más bajas y estables de inflación en el futuro. En 1999, el 67,2% del saldo de los TES B se vencía con un plazo inferior a cinco años. Esta proporción se redujo, de manera que a finales de 2001 el porcentaje era del 53,3%. Por su parte, el saldo de TES B con vencimientos entre 5 y 10 años aumentó de 21,2% a 39,8% entre estos dos años. A su

vez, este cambio de perfil y los menores costos financieros, suavizaron ligeramente las necesidades de financiamiento y el pago de los intereses internos del Gobierno Nacional. Entre los años 2000 y 2001, pese al aumento del saldo de la deuda pública, los pagos por concepto de intereses descendieron de 2,52% a 2,28% del PIB.

B. MERCADO CAMBIARIO Y POLÍTICA CAMBIARIA

1. Tasa de cambio nominal

Hasta abril de 2002, la tasa representativa del mercado (TRM) registró una apreciación anual de -3,04%. Sin embargo, en el mes de mayo la tasa de cambio modificó su comportamiento, y se devaluó en promedio en un 2,08% frente al mes anterior. Al finalizar junio, la tasa de cambio se ubicó en un nivel de \$2.398,82, \$108 superior a la observada en diciembre de 2001 y \$100 mayor que la registrada en igual fecha del año

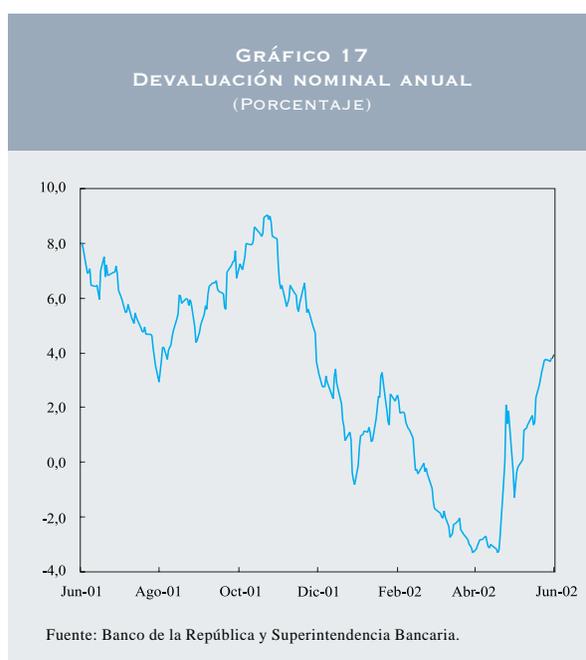
CUADRO 6
SALDOS DE LOS TES B POR VENCIMIENTO Y TIPO DE RENDIMIENTO

	1999		2000		2001	
	(\$mm)	%	(\$mm)	%	(\$mm)	%
Vencimiento						
Entre 0 y 5 años	13.500	67,2	17.314	64,7	17.777	53,3
Entre 5 y 10 años	4.266	21,2	7.143	26,7	13.295	39,8
Entre 10 y 15 años	2.335	11,6	2.315	8,6	2.295	6,9
Saldo total por plazo	20.100	100,0	26.772	100,0	33.367	100,0
Rendimiento						
Tasa fija	13.782	68,6	20.679	77,2	24.468	73,3
Tasa variable	5.909	29,4	5.685	21,2	8.457	25,3
Mixtos 1/	409	2,0	409	1,5	442	1,3
Saldo total por rendimiento	20.100	100,0	26.772	100,0	33.367	100,0
Tasa real implícita de los TES 2/		13,7		10,3		7,6

1/ Corresponde a TES emitidos por la Nación a un plazo de 10 años. En los dos primeros años son a tasa fija y los ocho restantes a tasa variable.
2/ Se calcula como el pago de los intereses en el período (t) sobre el saldo de capital vigente en ($t-1$). Se deflacta con la inflación (IPC) promedio.
Fuente: Banco de la República.

anterior; con lo cual, la devaluación anual fue de 4,35% y la del año corrido de 4,70% (gráficos 16 y 17).

El exceso de divisas observado en el mercado hasta abril, fue el resultado de la combinación de diversos factores. En primer lugar, las expectativas de los agentes sobre eventuales monetizaciones de divisas del Gobierno, dado el exceso de recursos en moneda extranjera que este acumuló desde mediados de 2001.



En segundo lugar, el dinamismo de las remesas de colombianos en el exterior. A estos factores vino a sumarse una serie de hechos de tipo coyuntural que exacerbaban el comportamiento cambiario. Entre ellos, cabe mencionar: i) la participación activa de las casas de cambio en el mercado interbancario, que implicó que divisas que anteriormente se negociaban en el mercado libre comenzaran a formar parte del mercado interbancario; ii) las operaciones de cobertura de los fondos de pensiones obligatorias realizadas con el fin de reducir el riesgo cambiario de sus portafolios en moneda extranjera, en cumplimiento de la reglamentación establecida por la Superintendencia Bancaria⁵; iii) la disminución de la posición propia del sistema financiero inducida, en parte, por las propias expectativas de revaluación del peso; iv) la política de reducción de tasas de interés por parte de las autoridades monetarias en los Estados Unidos, lo que adicionalmente pudo estimular el ingreso de capitales de corto plazo al mercado cambiario doméstico.

A comienzos del presente año, el Gobierno realizó el canje de deuda externa por interna por un monto de US\$600 m, con lo cual logró reducir su exposición cambiaria, diferir los vencimientos y mejorar los indicadores de la deuda colombiana denominada en moneda extranjera⁶. Adicionalmente, con esta operación los fondos de pensiones disminuyeron su exposición activa en moneda extranjera, lo cual eliminó uno de los factores que venían presionando a la baja la TRM y, probablemente, contribuyó a la reversión de la tendencia que traía el mercado cambiario. El aumento de la tasa de cambio a partir de mayo posiblemente se explica también por el deterioro en el entorno de varios países de América Latina, en particular, Brasil y Venezuela.

⁵ El 15 de junio de 2001, la Superintendencia Bancaria expidió una circular mediante la cual se limitó al 20% del portafolio de inversión de los fondos de pensiones obligatorias la posición descubierta del valor del fondo.

⁶ La Nación intercambió bonos *yankees* por US\$428,3 m y bonos en euros por \$174,7 m, con vencimientos en los años 2003, 2004 y 2005 por títulos TES B denominados en pesos, a tasa fija con plazos de cinco y siete años y otros títulos indexados a la inflación a 10 años.

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

En junio de 2002, la acumulación de reservas internacionales netas ascendió a US\$625,2 m, de los cuales US\$201,5 m se originaron en el ejercicio de las opciones de ventas de divisas al Banco de la República⁷. Por su parte, el rendimiento neto del portafolio de inversión de las reservas internacionales, explica US\$230,9 m del total crecimiento de las reservas en este período.

La política de intervención del Banco buscó llevar el nivel de reservas internacionales a niveles acordes con valores aceptables de los indicadores de liquidez internacional, tales como la razón de reservas internacionales a amortizaciones de deuda externa a un año, la razón de reservas internacionales a M3 y el indicador de reservas internacionales como meses de importación de bienes y servicios totales. A lo largo de los últimos años, dichos indicadores alcanzaron niveles adecuados, tal como se ilustra en el Cuadro 7.

Entre enero y junio de 2002, el Banco de la República realizó subastas de opciones de venta de divisas para acumulación de reservas internacionales por US\$449,9 m, de los cuales US\$201,5 m se ejercieron (Cuadro 8). Con el fin de aumentar el nivel de reservas internacionales hacia montos deseados, a partir de abril se aumentó el cupo de la subasta de opciones de venta de divisas a US\$100 m por mes. Entre enero y abril, las primas ofrecidas en las subastas de opciones fluctuaron alrededor de \$8.700 por cada US\$1.000 y luego descendieron a \$3.566 en mayo. En junio, las primas pagadas aumentaron levemente a un nivel de \$6.010.

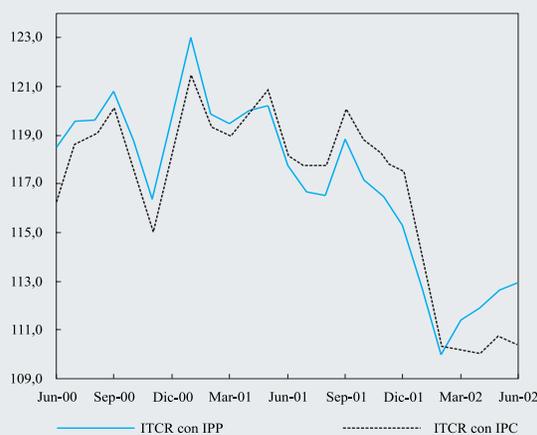
3. Tasa de cambio real

El ITCR-IPP, que utiliza los precios del productor para medir las variaciones del poder de compra in-

⁷ En 2002 el monto de las compras de reservas por parte del Banco de la República asciende a US\$201,5 m.

terno/externo, se ubicó a junio de 2002 en 112,89, registrando una apreciación real anual de 4,2% y de 2,1% en lo corrido del año⁸. La revaluación real en el primer semestre del año se explica principalmente por la mayor devaluación nominal externa (7,9%) frente a la colombiana (2,5%), hecho que contribuyó con -5,0 puntos porcentuales a la caída del ITCR-IPP. La devaluación nominal externa estuvo liderada por la de socios comerciales como Argentina (269,1%), Venezuela (62,1%) y Brasil (15,1%). Por su parte, los precios domésticos y externos aportaron 3,1 puntos porcentuales a la variación del índice, debido a que la inflación doméstica medida a través del IPP (2,7%) fue inferior a la externa (5,9%). Se destaca el incremento del IPP de los Estados Unidos, Canadá, Argentina y Venezuela. Por su parte, el índice que utiliza precios al consumidor, ITCR-IPC, tuvo un comportamiento similar, con una apreciación anual real de 6,8% y de 6,3% en lo corrido del año, alcanzando un nivel de 110,10 a junio del presente año (Gráfico 18).

GRÁFICO 18
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL DE COLOMBIA
COMERCIO NO TRADICIONAL
(DEFLACTADA CON IPC E IPP)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

⁸ En Colombia, se ha utilizado tradicionalmente, el ITCR basado en la paridad del poder adquisitivo. Las variaciones de este índice reflejan la diferencia entre la devaluación nominal del peso frente a las 20 monedas de los principales socios comerciales del país y la relación entre la inflación doméstica y la externa.

CUADRO 7
INDICADORES DE RESERVAS, 1999 - 2001

	1999	2000	2001
Reservas internacionales netas (US\$m), según FMI	8.113	8.800	9.982
Reservas internacionales brutas	8.103	9.006	10.245
Indicador importaciones			
Importaciones (US\$m)			
Bienes	10.262	11.089	12.267
Bienes y servicios no financieros	13.405	14.403	15.808
Bienes y servicios	15.793	17.791	19.482
Reservas de caja como meses de importación de:			
Bienes del año en curso	9,5	9,5	9,8
Bienes y servicios no financieros del año en curso	7,3	7,3	7,6
Bienes y servicios del año en curso	6,2	5,9	6,1
Reservas de caja como meses de importación de:			
Bienes del siguiente año	8,8	8,6	10,3
Bienes y servicios no financieros del siguiente año	6,8	6,7	7,9
Bienes y servicios del siguiente año	5,5	5,4	6,3
Indicador deuda externa			
Saldos de deuda externa (US\$m)			
Total	36.659	36.394	40.076
Largo plazo	33.648	33.497	36.282
Corto plazo	3.011	2.897	3.795
Saldo deuda externa / Reservas brutas (%)			
Total	452,4	404,1	391,2
Largo plazo	415,2	371,9	354,1
Corto plazo	37,2	32,2	37,0
Indicador M3			
Saldo M3 (\$mm)			
Total	60.574,0	62.761,4	68.572,5
Saldo M3 (US\$m)			
Total	32.327,3	28.154,5	29.928,9
M3 / Reservas de caja (%)			
Total	398,4	319,9	299,8
Indicador de amortizaciones de deuda externa			
Amortizaciones deuda externa (US\$m)	8.900,3	8.599,1	8.086,9
Reservas brutas / Amortizaciones deuda externa del año en curso (%)	91,0	104,7	126,7
Reservas brutas / Amortizaciones deuda externa del siguiente año (%)	94,2	111,4	107,6

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 8
SUBASTAS DE OPCIONES DE VENTA PARA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES
(MILLONES DE DÓLARES)

Fecha de la subasta (*)	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
2002 Ene.	188,5	50,0	50,0	3,5	10.510,0	8.000,0	50,0
Feb.	211,5	49,9	50,0	3.600,0	10.565,0	10.000,0	1,5
Mar.	107,5	50,0	50,0	3.000,0	9.010,0	8.560,0	50,0
Abr.	277,8	100,0	100,0	4.000,0	12.000,0	8.300,0	100,0
May.	275,0	100,0	100,0	1.500,0	8.220,0	3.566,0	0,0
Jun.	388,0	100,0	100,0	2.010,0	9.220,0	6.010,0	0,0
Acumulado junio 2002	1.448,3	449,9	450,0			44.436,0	201,5

(*) La subasta de opciones se realiza el último día hábil del mes anterior.
Fuente: Banco de la República.

C. SISTEMA FINANCIERO

1. El crédito del sistema financiero

Desde 1999 la cartera bruta total⁹ del sistema financiero se contrajo en 7,7% en términos nominales y en 24,4% en términos reales. En moneda nacional, la cartera se redujo en 5,4% nominal y 22,5% real. Parte de esta caída tuvo que ver con los retiros de cuentas del balance de los intermediarios financieros propiciados por los alivios a los deudores hipotecarios, los castigos de cartera y la titularización hipotecaria. Una vez se corrigen estos efectos para la cartera en moneda nacional, se aprecia un crecimiento nominal de la cartera bruta en moneda nacional de 6,9% entre diciembre de 1999 y diciembre de 2001, correspondiente a una caída de 8,7% en términos reales (Cuadro 9). Por tipo de cartera, la contracción mayor se observó en la hipotecaria, como era de esperar, dada la profundidad de la crisis de ese sector del sistema financiero (Cuadro 10). En contras-

te, en términos nominales, los otros tipos de cartera mostraron alguna recuperación a lo largo del período. Como se mencionó anteriormente, este comportamiento de los agregados de cartera correspondió a una situación de contracción de crédito por parte del sector financiero¹⁰ y de ajuste de los balances (recapitalización) de hogares y empresas, tras el auge crediticio y de precios de los activos de los años 90.

Datos más recientes reflejan que en mayo de 2002, y de acuerdo con últimos balances mensuales consolidados del sistema financiero, el crecimiento anual de la cartera bruta nominal total se situó en 0,3%, inferior en 0,7 puntos porcentuales a la observada al final de 2001 (1,0%) (Gráfico 19). Este pobre desempeño en lo corrido de 2002 está asociado principalmente al estancamiento de la cartera comercial y de consumo y al decrecimiento de la hipotecaria durante lo corrido del año.

⁹ Incluye cartera en moneda nacional y cartera en moneda extranjera.

¹⁰ Véase por ejemplo, Barajas, López y Oliveros (2001). "¿Por qué en Colombia el crédito al sector privado es tan reducido?", Borradores de Economía, No. 185, Banco de la República.

CUADRO 9
CARTERA BRUTA Y NETA AJUSTADA Y SIN AJUSTAR EN MONEDA NACIONAL (*)
(VARIACIONES % ANUALES)

Período	Crecimiento real				Crecimiento nominal				
	Bruta	Neta	Bruta	Neta	Bruta	Neta	Bruta	Neta	
			Ajustada (pr)				Ajustada (pr)		
1999	Dic.	(8,3)	(9,4)	(2,9)	(3,6)	0,1	(1,1)	6,1	5,3
2000	Ene.	(9,8)	(10,4)	(4,3)	(4,6)	(2,3)	(3,0)	3,6	3,3
	Feb.	(11,6)	(12,5)	(5,8)	(6,5)	(3,7)	(4,8)	2,6	1,9
	Mar.	(13,7)	(15,0)	(6,6)	(7,4)	(5,3)	(6,8)	2,5	1,6
	Abr.	(12,9)	(14,8)	(5,3)	(6,6)	(4,2)	(6,3)	4,2	2,6
	May.	(14,6)	(15,3)	(5,6)	(5,8)	(6,0)	(6,9)	3,9	3,6
	Jun.	(16,0)	(17,1)	(7,3)	(7,8)	(7,9)	(9,1)	1,7	1,1
	Jul.	(13,2)	(14,8)	(5,4)	(6,5)	(5,2)	(6,9)	3,4	2,2
	Ago.	(13,0)	(15,2)	(5,4)	(6,9)	(5,1)	(7,4)	3,2	1,6
	Sep.	(14,0)	(15,9)	(5,9)	(7,3)	(6,0)	(8,2)	2,7	1,2
	Oct.	(14,2)	(14,8)	(3,6)	(3,7)	(6,5)	(7,2)	5,0	4,9
	Nov.	(15,5)	(16,1)	(5,1)	(5,1)	(8,1)	(8,7)	3,2	3,3
	Dic.	(14,2)	(15,4)	(5,1)	(5,7)	(6,6)	(8,0)	3,2	2,5
2001	Ene.	(12,6)	(13,7)	(4,2)	(4,7)	(5,2)	(6,4)	3,9	3,4
	Feb.	(10,7)	(11,6)	(2,8)	(3,2)	(3,5)	(4,5)	5,0	4,6
	Mar.	(8,9)	(8,7)	(2,6)	(2,1)	(1,7)	(1,6)	5,0	5,5
	Abr.	(9,8)	(9,2)	(3,3)	(2,5)	(2,6)	(1,9)	4,4	5,3
	May.	(7,4)	(8,0)	(2,7)	(3,0)	(0,1)	(0,8)	4,9	4,6
	Jun.	(6,8)	(7,3)	(2,6)	(2,8)	0,6	0,0	5,1	4,9
	Jul.	(7,2)	(7,3)	(3,1)	(3,0)	0,3	0,2	4,7	4,9
	Ago.	(5,8)	(6,1)	(1,8)	(1,9)	1,8	1,4	6,1	6,0
	Sep.	(6,7)	(7,4)	(2,9)	(3,3)	0,8	0,0	4,8	4,4
	Oct.	(5,1)	(7,0)	(4,1)	(5,5)	2,5	0,5	3,6	2,1
	Nov.	(4,5)	(5,8)	(3,4)	(4,3)	3,0	1,5	4,1	3,1
	Dic.	(5,0)	(6,1)	(3,8)	(4,6)	2,2	1,0	3,6	2,7
2002	Ene.	(4,7)	(6,6)	(3,3)	(4,8)	2,4	0,2	3,8	2,3
	Feb.	(4,1)	(6,1)	(2,6)	(4,2)	2,4	0,2	3,9	2,2
	Mar.	(3,1)	(5,3)	(2,5)	(4,2)	2,6	0,2	3,2	1,5
	Abr.	(2,4)	(4,8)	(1,5)	(3,3)	3,1	0,6	4,1	2,1
	May.	(4,4)	(6,9)	(1,0)	(2,8)	1,2	(1,5)	4,8	2,9
Variaciones									
	Dic/99-Dic/01	(18,5)	(20,6)	(8,7)	(10,0)	(4,6)	(7,1)	6,9	5,3
	Dic/99-May/02	(22,5)	(25,3)	(10,2)	(12,0)	(5,4)	(8,8)	9,6	7,5

(pr) Preliminar.

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

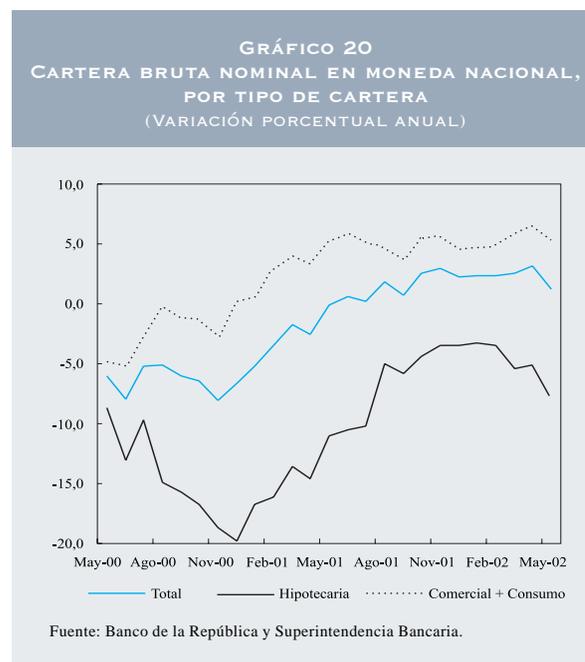
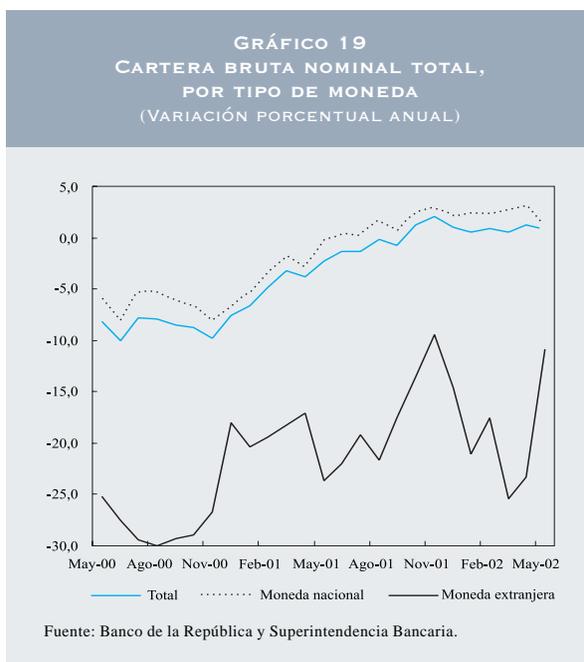
Fuente: Banco de la República con base en los balances mensuales de las entidades financieras.

CUADRO 10
TASA DE CRECIMIENTO REAL DE LA CARTERA BRUTA, POR TIPO DE CRÉDITO
(VARIACIONES % ANUALES)

Período	Bruta			Consumo			Comercial			Hipotecaria
	MN	ME/MN	Total	MN	ME/MN	Total	MN	ME/MN	Total	MN
1999 Dic.	(8,3)	(33,7)	(11,2)	(32,9)	(51,9)	(33,3)	(0,3)	(33,2)	(7,2)	(5,1)
2000 Ene.	(9,8)	(33,9)	(12,6)	(34,1)	(48,9)	(34,3)	0,0	(33,5)	(7,3)	(8,5)
Feb.	(11,6)	(33,8)	(14,1)	(34,6)	(50,4)	(34,8)	(2,5)	(33,3)	(9,0)	(10,4)
Mar.	(13,7)	(33,4)	(15,9)	(35,0)	(46,6)	(35,2)	(4,9)	(33,0)	(10,6)	(13,7)
Abr.	(12,9)	(33,2)	(15,1)	(34,3)	(41,7)	(34,4)	(3,4)	(33,0)	(9,4)	(13,6)
May.	(14,6)	(32,0)	(16,5)	(33,5)	(37,0)	(33,6)	(5,2)	(31,8)	(10,7)	(16,9)
Jun.	(16,0)	(33,9)	(18,0)	(31,7)	(34,5)	(31,7)	(6,6)	(33,9)	(12,0)	(20,8)
Jul.	(13,2)	(35,5)	(15,7)	(25,5)	(22,5)	(25,4)	(6,1)	(35,8)	(11,9)	(17,4)
Ago.	(13,0)	(35,8)	(15,6)	(21,2)	(25,1)	(21,2)	(4,0)	(36,1)	(10,4)	(22,0)
Sep.	(14,0)	(35,3)	(16,2)	(19,6)	(15,2)	(19,6)	(6,1)	(35,7)	(11,7)	(22,8)
Oct.	(14,2)	(34,8)	(16,2)	(17,7)	(36,8)	(17,9)	(6,8)	(34,7)	(11,7)	(23,6)
Nov.	(15,5)	(32,6)	(17,1)	(16,9)	(38,1)	(17,2)	(8,7)	(32,5)	(12,6)	(25,3)
Dic.	(14,2)	(24,6)	(15,0)	(10,5)	(33,9)	(10,8)	(7,1)	(24,4)	(9,8)	(26,2)
2001 Ene.	(12,6)	(26,6)	(13,9)	(10,3)	(31,5)	(10,6)	(6,4)	(26,4)	(9,5)	(23,3)
Feb.	(10,7)	(25,4)	(12,0)	(7,5)	(21,4)	(7,7)	(4,0)	(25,5)	(7,3)	(22,3)
Mar.	(8,9)	(24,1)	(10,2)	(6,3)	(12,8)	(6,4)	(2,6)	(24,4)	(5,9)	(19,8)
Abr.	(9,8)	(23,2)	(10,9)	(6,3)	(16,5)	(6,4)	(3,7)	(23,4)	(6,6)	(20,9)
May.	(7,4)	(29,3)	(9,4)	(3,1)	(24,1)	(3,4)	(2,3)	(29,4)	(6,5)	(17,5)
Jun.	(6,8)	(27,7)	(8,6)	(2,8)	(20,7)	(3,1)	(1,5)	(27,9)	(5,5)	(17,1)
Jul.	(7,2)	(25,2)	(8,7)	(2,4)	(19,7)	(2,7)	(2,7)	(25,4)	(6,0)	(16,9)
Ago.	(5,8)	(27,4)	(7,6)	(3,0)	(15,5)	(3,2)	(3,0)	(27,8)	(6,5)	(12,1)
Sep.	(6,7)	(23,6)	(8,1)	(1,9)	(6,4)	(2,0)	(4,6)	(24,1)	(7,3)	(12,8)
Oct.	(5,1)	(20,0)	(6,2)	0,8	38,4	1,2	(3,2)	(21,2)	(5,6)	(11,4)
Nov.	(4,5)	(16,0)	(5,3)	2,5	35,5	2,8	(3,2)	(17,0)	(5,0)	(10,4)
Dic.	(5,0)	(20,7)	(6,2)	3,7	27,8	3,9	(4,6)	(21,6)	(6,7)	(10,3)
2002 Ene.	(4,7)	(26,5)	(6,3)	3,3	8,7	3,4	(4,1)	(27,3)	(7,0)	(9,9)
Feb.	(4,1)	(22,7)	(5,4)	4,7	3,5	4,7	(3,6)	(23,3)	(6,1)	(9,5)
Mar.	(3,1)	(29,6)	(5,0)	(4,0)	(59,4)	(4,7)	1,1	(28,8)	(2,5)	(10,7)
Abr.	(2,4)	(27,4)	(4,2)	(2,6)	(52,5)	(3,3)	1,8	(26,7)	(1,7)	(10,1)
May.	(4,4)	(15,7)	(5,2)	(1,5)	(38,8)	(2,0)	(0,5)	(15,1)	(2,2)	(13,4)
Variación de:										
Dic/99-May/02	(22,5)	(44,9)	(24,4)	(15,1)	(48,1)	(15,6)	(13,2)	(44,8)	(17,9)	(39,8)

Nota: La Circular 051 de octubre 31 de 2002 de la Superintendencia Bancaria reglamentó una nueva estructura de cartera (comercial, consumo, hipotecaria y microcrédito) la cual comenzó a ser aplicada por los intermediarios financieros a partir de marzo de 2002. Para fines comparativos, a partir de esa fecha la cartera de consumo incluye la de microcréditos.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

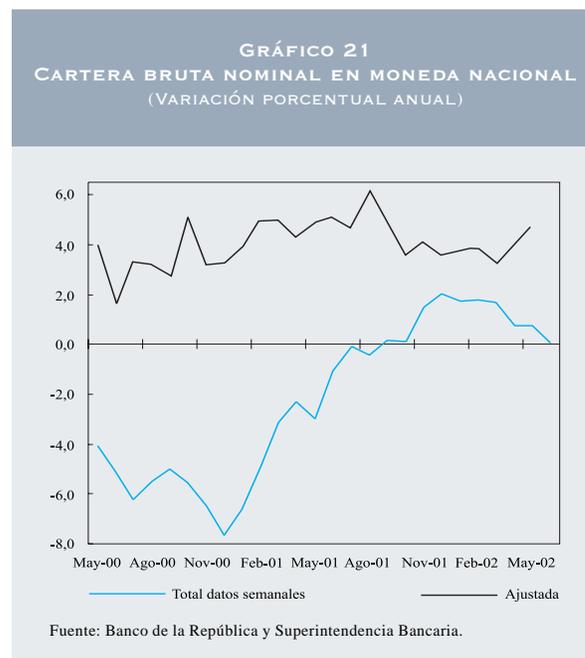


El ritmo de descenso de esta última se acentuó al pasar de -5,1% en abril a -8,3% en mayo (Gráfico 20)¹¹.

El crecimiento de la cartera nominal bruta es más alto cuando se corrige por los retiros de cartera de los balances de los intermediarios financieros. El crecimiento anual de la cartera ajustada a mayo fue de 4,8%. Esta tasa ha fluctuado apreciablemente a lo largo de 2002 (Gráfico 21).

2. Calidad de los activos

El indicador tradicional de calidad¹² de cartera se deterioró en lo corrido del año, al pasar de 9,8% en diciembre de 2001 a 10,6% en mayo de 2002. De esta manera, se rompió la dinámica positiva que exhibió este indicador a lo largo de 2001 (Gráfico 22). Entre tanto, el índice de cubrimiento¹³ continuó con su tendencia positiva, al pasar de 73,9% a 76,4% (Gráfico 23).



El estancamiento del crecimiento de la cartera durante lo corrido de 2001, podría estar asociado a la caída del multiplicador monetario debido a la mayor preferencia del público por efectivo y cuentas corrientes, compensando gran parte del suministro de liquidez primaria. Sin embargo, y tal como se ha expresado reiteradamente en los anteriores informes, factores como la incertidumbre de los inversionistas y consumidores acerca del futuro económico han frenado la demanda de crédito. Así mismo, la alta

¹¹ Una buena parte de este comportamiento se explica por el inicio del esquema de titularización de la cartera hipotecaria y que, a comienzos de mayo, implicó una venta inicial de la cartera por dicho concepto, por \$478 mm.

¹² Indicador de calidad = Cartera vencida / Cartera bruta.

¹³ Indicador de cubrimiento = Provisiones de cartera / Cartera vencida.

GRÁFICO 22
INDICADOR DE CALIDAD DE CARTERA
(CARTERA VENCIDA / CARTERA BRUTA)
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 23
INDICADOR DE CUBRIMIENTO
(PROVISIONES DE CARTERA / CARTERA VENCIDA)
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

rentabilidad y seguridad que ofrecen los papeles de deuda pública emitidos por el Gobierno Central ha hecho menos atractivo para los intermediarios el otorgamiento de nuevos préstamos.

3. Solvencia¹⁴

El indicador de solvencia del conjunto del sistema financiero hasta mayo de 2002 mejoró con respecto

¹⁴ Patrimonio técnico / Activos ponderados por riesgo.

GRÁFICO 24
RELACIÓN DE SOLVENCIA - ESTABLECIMIENTOS
DE CRÉDITO
(POCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia Monetaria y de Reservas (SGMR).

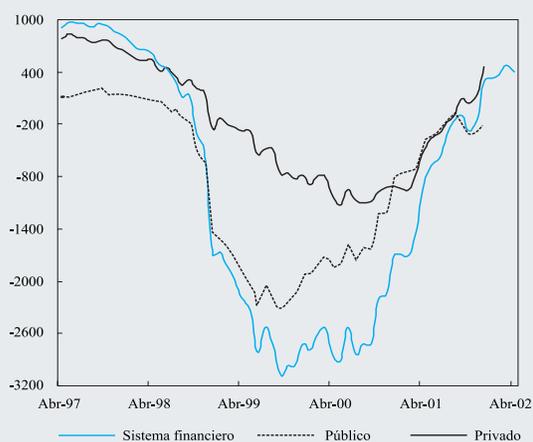
al cierre de 2001 al pasar de 13,1% a 14,0%¹⁵. Las diferentes clasificaciones institucionales de este indicador mejoraron o se mantuvieron, destacándose principalmente el del sector público que pasa de 16,7% a 18,3% (Gráfico 24).

4. Rentabilidad

El ritmo de las utilidades del sistema financiero, en conjunto, continuó su tendencia a la recuperación. Las utilidades acumuladas en 12 meses pasaron de \$286 mm en diciembre de 2001 a \$396 mm en abril de 2002 (Gráfico 25).

¹⁵ A partir de enero de 2002 incluye el riesgo de mercado.

GRÁFICO 25
UTILIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO
ACUMULADAS EN 12 MESES
(MILES DE MILLONES DE PESOS)



Fuente: Banco de la República, SGMR.

D. POLÍTICA FISCAL

1. Resultados del primer trimestre del año 2002

Al cierre del primer trimestre las finanzas del sector público consolidado acumulan un déficit por \$821 mm que representa el 0,4% del PIB anual. Este resultado se enmarca dentro de los términos del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en donde se estableció como meta un déficit trimestral por \$950 mm. Como se observa en el Cuadro 11, el resultado fiscal consolidado estuvo determinado por el balance del sector público no financiero (SPNF), toda vez que los costos de reestructuración financiera, que ascendieron a 0,2% del PIB, se

CUADRO 11
SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO
DÉFICIT (-) O SUPERÁVIT (+)
(PRIMER TRIMESTRE)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2001	2002 (pr)	2001	2002 (pr)
Eléctrico	217,0	89,0	0,1	0,0
FAEP	240,0	(342,0)	0,1	(0,2)
Ecopetrol	703,0	768,0	0,4	0,4
Telecom	117,0	36,0	0,1	0,0
Resto de entidades 1/	177,0	475,0	0,1	0,2
Seguridad social	218,0	344,0	0,1	0,2
Regional y local	(111,0)	(39,0)	(0,1)	(0,0)
Fondo Nacional del Café	29,0	7,0	0,0	0,0
1. Subtotal sector descentralizado	1.590,0	1.338,0	0,8	0,7
2. Gobierno Nacional	(1.984,0)	(2.166,0)	(1,0)	(1,1)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(394,0)	(828,0)	(0,2)	(0,4)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	452,0	250,0	0,2	0,1
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	77,0	111,0	0,0	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(482,0)	(482,0)	(0,3)	(0,2)
E. Ajustes	(394,0)	128,0	(0,2)	0,1
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(741,0)	(821,0)	(0,4)	(0,4)

(pr) Preliminar.

1/ Incluye EPM y Emcali.

Fuente: Confis.

compensaron con las utilidades de caja del Banco de la República y el Fogafin.

Las finanzas del Gobierno Nacional Central contabilizaron un déficit de \$2.166 mm, equivalente al 1,1% del PIB anual. Frente al primer trimestre de 2001, los ingresos registraron una caída de 1,1% y los gastos de 12,4% (Cuadro 12). La reducción en los recaudos fue mayor en los tributos a las importaciones y en los impuestos de gasolina y renta. En el primer caso, los recaudos por IVA externo y aduanas reflejan la escasa devaluación del período y el comportamiento de las importaciones que registraron una caída de 13% durante el primer trimestre del año. En el segundo caso, la disminución en el recaudo de gasolina está asociada a la reducción de la tarifa y a las menores ventas internas, especialmente por el robo y el contrabando de combustibles. Finalmente, el comportamiento del impuesto de renta estuvo determinado por algunos ajustes en el calendario tributario, el bajo nivel de actividad económica del año anterior y el creciente uso de los beneficios fiscales establecidos en la reforma tributaria del año 2000. El impuesto sobre las transacciones financieras también registró una caída en el nivel de recaudo, especialmente por la utilización de nuevas formas de elusión del impuesto y la exención de las cuentas de ahorro para retiros mensuales inferiores a cuatro millones de pesos.

Con relación al gasto, se observa una caída de 14,4% en funcionamiento, 30,6% en inversión y 28,8% en préstamo neto. Los gastos por intereses de la deuda mantienen el mismo nivel observado en el primer trimestre del año anterior, con un crecimiento de 23,0% en los pagos externos y una reducción de 13,4% en los pagos internos. En el interior del funcionamiento, los gastos por servicios personales crecieron 6,3%, en tanto que los gastos generales y las transferencias descendieron 30,2% y 17,9%, respectivamente. Mientras la reducción de los gastos generales tiene origen en los menores pagos por equipo militar, el comportamiento de los pagos por transferencias está ligado en buena parte a la aplicación de la Ley 715 de 2001, que llevó a modificar la forma en que se realizan los giros a las entidades territoriales. En particular, debe

tenerse en cuenta que antes de la expedición de esta ley, en el primer trimestre se efectuaban los giros correspondientes a tres meses de situado fiscal, al último bimestre de participaciones municipales del año inmediatamente anterior y al primer bimestre de participaciones municipales del año corriente. Con la aplicación de la nueva ley, en el primer trimestre sólo se efectúan los giros correspondientes a dos meses del monto de las participaciones territoriales. El préstamo neto del Gobierno ascendió a \$121 mm con movimientos a través de la cuenta especial de deuda externa (CEDE) por \$68 mm, operaciones de deuda garantizada por \$84 mm y recuperaciones de cartera por \$31 mm.

El financiamiento del déficit del Gobierno Central provino de los recursos del crédito interno y del traslado de las utilidades del Banco de la República que ascendieron a \$1.226 mm. El endeudamiento externo neto fue negativo por \$651 mm producto de desembolsos por \$82 mm y amortizaciones de \$733 mm. Por su parte, el endeudamiento interno neto ascendió a \$2.647 mm con desembolsos por \$4.378 mm frente a unas amortizaciones de \$1.731 mm. Las colocaciones de TES durante el trimestre alcanzaron \$4.246 mm de los cuales \$1.892 mm corresponden a inversiones convenidas y forzosas y \$2.353 mm a subastas.

De otro lado, el sector público descentralizado contabilizó un superávit inferior en 0,1% del PIB respecto al valor observado en el primer trimestre de 2001. Este hecho, en gran medida refleja la utilización por parte de Ecopetrol, las regiones productoras de petróleo y el Fondo Nacional de Regalías, de los recursos ahorrados en el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP). Al final del trimestre, la utilización de estos recursos ascendió a \$342 mm de los cuales \$200 mm se destinaron al prepago de deuda territorial. Debe anotarse, sin embargo, que tanto el sector de seguridad social como el conjunto de las denominadas “resto de entidades” registraron un aumento en el valor del superávit fiscal, especialmente por el menor ritmo de crecimiento en los pagos de operaciones efectivas.

CUADRO 12
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
OPERACIONES EFECTIVAS, PRIMER TRIMESTRE
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	2001	2002 (pr.)	Crecimiento anual
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	6.572,0	6.500,0	(1,1)
A. Tributarios	6.058,0	5.808,0	(4,1)
Renta	2.252,0	2.168,0	(3,7)
IVA interno	1.967,0	1.930,0	(1,9)
IVA externo	708,0	646,0	(8,8)
Gravamen	478,0	453,0	(5,2)
Gasolina	270,0	238,0	(11,9)
Transacciones financieras	356,0	353,0	(0,8)
Otros	27,0	20,0	(25,9)
B. No tributarios	228,0	171,0	(25,0)
C. Fondos especiales	43,0	51,0	18,6
D. Recursos de capital	243,0	470,0	93,4
Rendimientos financieros	112,0	146,0	30,4
Excedentes financieros	61,0	66,0	8,2
Otros	70,0	258,0	268,6
II. Gastos totales (A + B + C + D)	8.928,0	7.821,0	(12,4)
A. Intereses	2.046,0	2.046,0	0,0
Externos	753,0	926,0	23,0
Internos	1.293,0	1.120,0	(13,4)
B. Funcionamiento	6.134,0	5.253,0	(14,4)
Servicios personales	1.176,0	1.250,0	6,3
Gastos generales	556,0	388,0	(30,2)
Transferencias	4.402,0	3.615,0	(17,9)
C. Inversión	578,0	401,0	(30,6)
D. Préstamo neto	170,0	121,0	(28,8)
III. Ajustes por causación	372,0	(845,0)	(327,2)
IV. Déficit (-) o superávit (+) (I - II + III) 1/	(1.984,0)	(2.166,0)	9,2
V. Financiamiento (A + B + C + D)	1.984,0	2.166,0	9,2
A. Crédito externo neto	1.660,0	(651,0)	(139,2)
Desembolsos	1.911,0	82,0	(95,7)
Amortizaciones	251,0	733,0	192,0
B. Crédito interno neto	620,0	2.647,0	326,9
Desembolsos	3.956,0	4.378,0	10,7
Amortizaciones	3.336,0	1.731,0	(48,1)
C. Utilidades del Banco de la República	1.453,0	1.226,0	(15,6)
D. Otros	(1.749,0)	(1.056,0)	(39,6)
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(1,0)	(1,1)	1,9

(pr) Preliminar.

1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

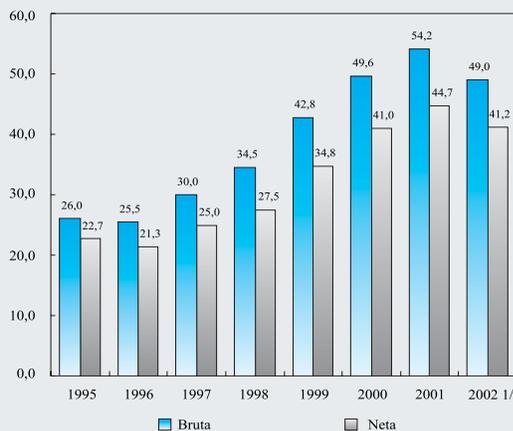
Fuente: Confis.

2. Deuda pública

Con los resultados fiscales del primer trimestre, el saldo de la deuda bruta del SPNF se ubicó en el 49,0% del PIB, lo que significa un descenso de más de cuatro puntos del PIB respecto al valor observado a finales del año anterior. Este descenso está asociado a los pagos por amortizaciones externas, los cuales superaron ampliamente los desembolsos realizados durante el período. Al des-

contar los pasivos en el interior del SPNF, la deuda se sitúa a finales de marzo en 41,2% del PIB (Gráfico 26).

GRÁFICO 26
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(PORCENTAJE DEL PIB)



1/ Saldo a marzo de 2002.
Fuente: Banco de la República.

E. PROGRAMA DE AJUSTE CON EL FMI

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 el año 2001, estas metas trimestrales se establecieron sobre: a) las reservas internacionales netas; 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. La última revisión del Programa se realizó en enero de 2002, y las últimas metas de obligatorio cumplimiento son las de marzo y junio del mismo año, e incluyen criterios sobre reformas estructurales. El Cuadro 13 presenta el resultado para marzo de 2002 de las variables cuantitativas, y se aprecia que todas las metas se cumplieron en esta fecha.

CUADRO 13
CUMPLIMIENTO DEL PROGRAMA CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI)

	Marzo 2002			Junio 2002
	Meta FMI (a)	Observado (b)	Diferencia (b) - (a)	Meta FMI
Piso RIN (US\$m)	9.580,0	10.169,3	589,3	9.660,0
Meta de inflación	7,8	5,9	(1,9)	7,2
Techo al déficit global del sector público consolidado, desde el 1 de enero de 2002 (\$mm)	950,0	821,8	(128,2)	2.100,0
Techo al desembolso neto acumulado de deuda externa de mediano y largo plazo del sector público, desde el 1 de enero de 2002 (US\$m) (*)	1.100,0	198,6	(901,4)	1.800,0
Techo a los desembolsos netos acumulados de deuda externa de corto plazo del sector público, desde el 1 de enero de 2001 (US\$m)	180,0	0,0	(180,0)	180,0

(*) Información preliminar a marzo de 2002.
Fuente: Banco de la República y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

LA POLÍTICA CAMBIARIA EN COLOMBIA

En septiembre de 1999 el Banco de la República abandonó el sistema de bandas cambiarias y adoptó un régimen de flotación. Dicha flotación en Colombia fue exitosa por cuanto no implicó un sobresalto en las tasas de cambio e interés¹. La JDBR decidió que el sistema de flotación debería ser lo más limpio y transparente posible; así que en noviembre de 1999 estableció reglas para la intervención del Banco en el mercado cambiario. Tales reglas corresponden a dos objetivos de la JDBR en materia cambiaria:

- i. Reconponer el nivel de las reservas internacionales del país, el cual se había reducido en US\$1.892 m de dólares entre enero de 1998 y septiembre de 1999 ante las condiciones adversas del sector externo y en el contexto del sistema de bandas cambiarias. En términos más generales, la JDBR pretende mantener un saldo de reservas internacionales "adecuado" a las circunstancias de las cuentas corriente y de capital de la balanza de pagos. Este objetivo implica que en algún momento el Banco debe efectuar compras de divisas en el mercado cambiario, si considera conveniente elevar el nivel de la liquidez externa del país para garantizar los pagos externos y minimizar la probabilidad de ataques especulativos contra la moneda.
- ii. Moderar la volatilidad del tipo de cambio. Se decidió que en la medida que el mercado de derivados no ofrezca cobertura ante fluctuaciones excesivas del tipo de cambio, el Banco intervendría en el mercado cambiario para mitigar dichas fluctuaciones, siempre y cuando la intervención no modifique la tendencia del tipo de cambio.

Con base en estos objetivos, se establecieron dos mecanismos de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario:

- i. Subasta de "acumulación de reservas internacionales". Estas son subastas mensuales de opciones para vender divisas al Banco de la República, siempre que la TRM se encuentre por debajo de su promedio móvil de los últimos 20 días. La JDBR fija los cupos de la subasta y las opciones tienen vigencia de un mes. Nótese que con este mecanismo se pretende aumentar el nivel de las reservas internacionales hacia los niveles deseados, siempre y cuando no haya en el mercado presiones hacia la depreciación del tipo de cambio.
- ii. Subasta de "volatilidad". Estas son subastas de opciones para vender o comprar divisas al Banco de la República siempre que la TRM esté 4% por encima o por debajo de su promedio móvil de orden 20. El propósito es, evidentemente, limitar la volatilidad excesiva del mercado, cuando se presente. En la actualidad el Banco intervendría subastando opciones por US\$180 millones con vigencia de un mes². Después de efectuada esta intervención, el Banco puede actuar discrecionalmente en el mercado cambiario.

Posteriormente, en diciembre de 2001 la JDBR aprobó un mecanismo ocasional de "desacumulación" de reservas, con el fin de contribuir a moderar las presiones inflacionarias que surgirían de una depreciación excesiva del peso ante un fuerte choque externo transitorio. Este mecanismo se puede considerar, por lo tanto, como una herramienta adicional a la tasa de interés en la labor de mantener niveles de inflación cercanos a las metas. Operativamente se llevaría a cabo una subasta de opciones de compra de divisas al Banco de la República cuando la tasa de cambio supere su promedio móvil de 20 días.

-
- ¹ El hecho que la flotación en Colombia no haya tenido efectos negativos se explica, en parte, por la depreciación real lograda anteriormente en el sistema de bandas y la atención previa a los problemas más críticos de la crisis del sistema financiero, entre otros (véase Informe Adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República, octubre de 1999).
- ² Inicialmente, la desviación de la TRM que disparaba las subastas se estableció en 5% y el monto de intervención se fijó en US\$120 millones. Estos parámetros se establecieron de forma tal que la intervención fuera lo más esporádica y efectiva posible. Desviaciones de 4% ó 5% implican movimientos muy bruscos del tipo de cambio en un día, mientras que montos de US\$120 ó US\$180 millones correspondían, en su momento, a un poco menos del tamaño del mercado cambiario en un día "normal".

IV

DESEMPEÑO ECONÓMICO RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA 2002

A. DESEMPEÑO MACROECONÓMICO Y EMPLEO

Al igual que otros países de América Latina, Colombia enfrentó un entorno internacional poco favorable durante el año 2001 y el primer semestre de 2002. El continuo deterioro de los términos de intercambio, el bajo crecimiento de las economías desarrolladas y la crisis argentina y sus repercusiones, redujeron de manera significativa la demanda mundial de exportaciones de los países de la región y se reflejaron en una nueva caída de los flujos de capital y la inversión extranjera hacia el continente. Como ocurrió el año anterior, casi todos los países han revisado sus perspectivas de crecimiento para el presente año nuevamente hacia abajo. Algunas de las economías de la región, Brasil y Uruguay, experimentan problemas de sus cuentas externas relacionadas con la crisis argentina de finales de 2001 y otras, como Venezuela, se han visto negativamente afectadas por la inestabilidad política doméstica. La Cepal ha estimado que, como consecuencia de estos factores, durante 2002 el crecimiento de la región será cercano a cero.

En este contexto, como se mencionó en el anterior Informe al Congreso, el desempeño de la economía colombiana durante 2001, y en los primeros meses de 2002, estuvo por debajo de las metas oficiales del Gobierno, mostrando una desaceleración frente a lo ocurrido en el año 2000. El DANE revisó recientemente la cifra de crecimiento de ese primer año, reduciéndola del cálculo inicial de 1,57% a 1,4%. Por su parte, en el primer trimestre del presente año la economía tan solo se expandió en 0,5%. El impacto negativo de los factores externos mencionados se

amplificó por la influencia de factores internos, entre los que vale la pena mencionar la mayor carga tributaria, el alto desempleo y la violencia ejercida por los grupos al margen de la ley. La continua disminución de la demanda de exportaciones, acentuada por la lenta recuperación de los Estados Unidos y los acontecimientos políticos en Venezuela, y una mayor incertidumbre generada por el rompimiento del proceso de paz. A pesar de que se presentó una disminución en la tasa de desempleo -que se situó en las 13 principales áreas urbanas en un nivel de 17,5%- y de que siguió aumentando la tasa de ocupación, este continúa siendo el principal problema económico del país.

Las perspectivas de crecimiento para lo que resta del año no son alentadoras. Si bien se espera un mejor desempeño frente al primer trimestre, el desfavorable entorno en el que se desenvuelve la economía ha llevado a que el Gobierno modifique su proyección de crecimiento de 2,5% a 1,5% en el año 2002.

La inflación continuó descendiendo en los primeros meses de 2002, situación que obedeció a dos factores. En primer lugar, a la política monetaria coherente con las metas de inflación establecidas por la JDBR y con el objetivo de la estabilización de precios en el largo plazo. Esto permitió, entre otras cosas, una reducción importante en las expectativas de inflación de los agentes en los últimos meses, como lo sugieren los menores y menos frecuentes ajustes de precios de bienes altamente indexados, tales como los servicios públicos, el transporte y los servicios profesionales de salud, entre otros. En segundo lugar, a la existencia de una amplia disponibilidad de capacidad productiva sin utilizar en la mayoría de ramas de

la producción, unida al lento crecimiento de la demanda. En lo que resta del año es posible que se registre un aumento de la inflación de alimentos, pero la JDBR tiene confianza en que se cumplirá la meta establecida de 6% para el presente año.

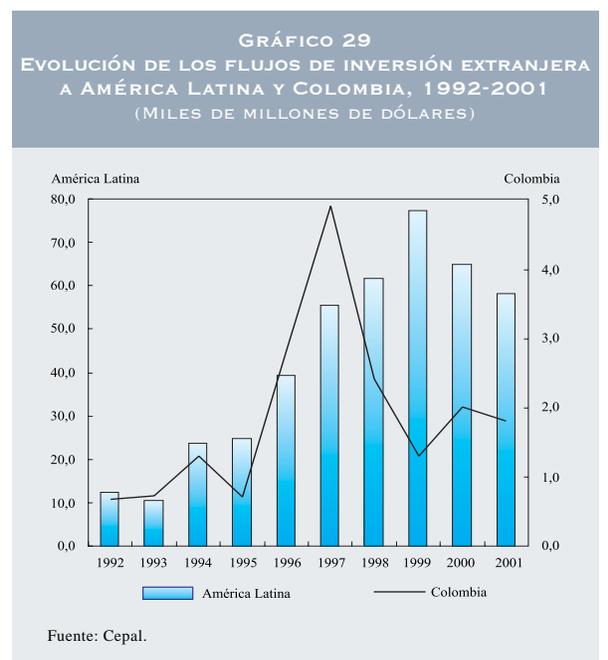
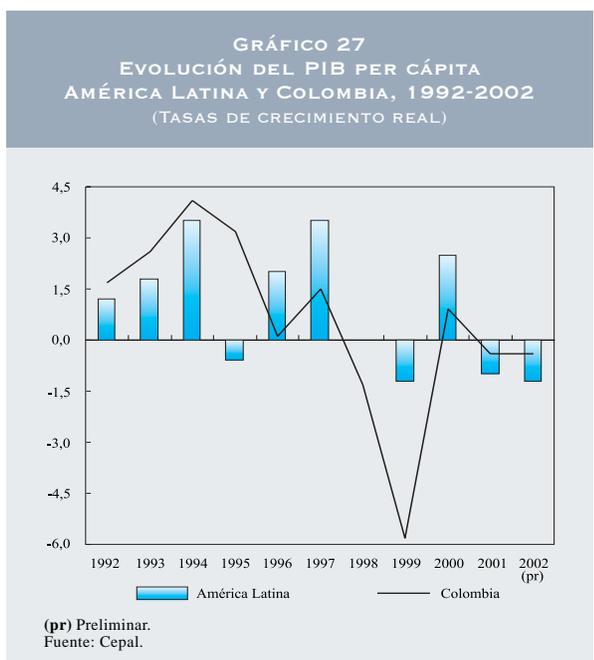
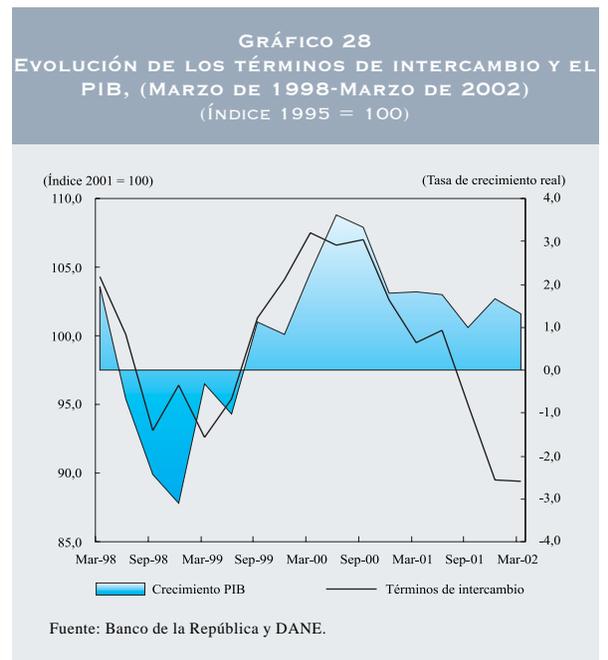
1. Actividad económica

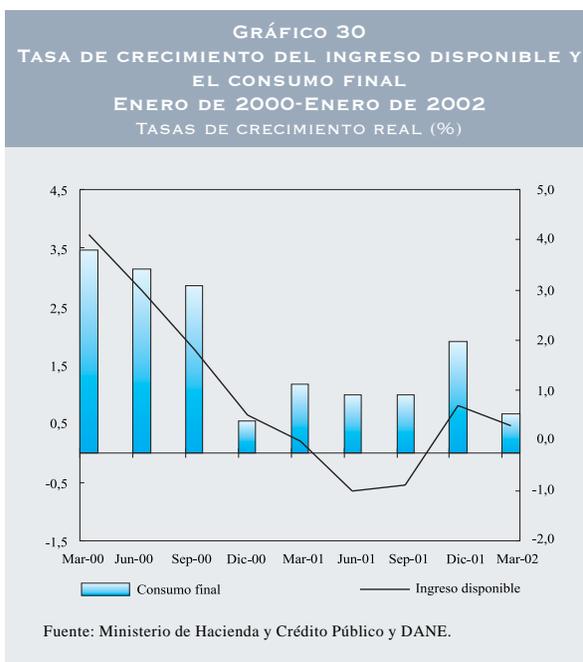
La actividad económica en Colombia estuvo influenciada durante el año 2001 y lo corrido de 2002 por un entorno internacional desfavorable. Durante 2001 el PIB per cápita decreció en nuestro país y el resto de América Latina como consecuencia de este entorno y de otros factores que se analizarán más adelante (Gráfico 27). Para el año 2002 se espera un nuevo decrecimiento de esta variable.

Así mismo, se registró una caída de los términos de intercambio, aún más acentuada en Colombia que en otros países, y una disminución de los flujos de capital y de inversión extranjera (gráficos 28 y 29). La evidencia señala que el desfavorable comportamiento económico de los países de la región tiene su origen en choques externos que les son comunes. En el Gráfico 28 se aprecia, además, la estrecha relación que existe entre los términos de intercambio y la evolución del PIB en Colombia, lo cual refleja la vulnerabilidad de la economía a los choques externos de esta naturaleza.

a. Análisis de demanda

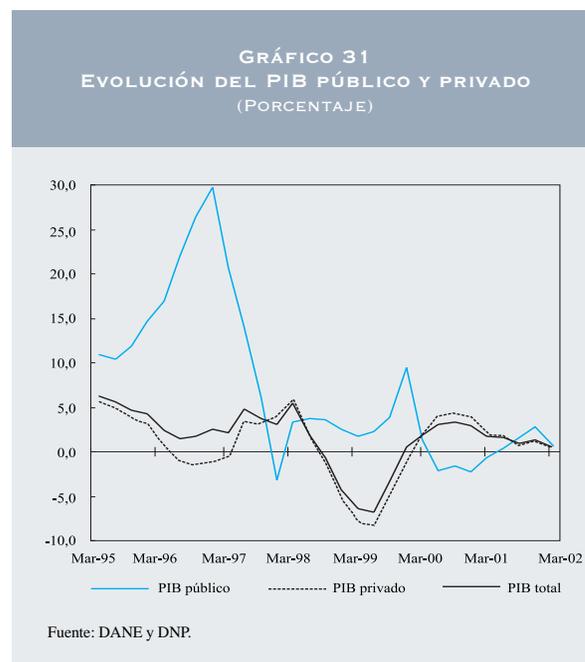
Como se señaló en el Informe al Congreso de marzo del presente año, las tendencias de la demanda agregada durante 2001, y del consumo privado en particular, se explicaron por la disminución en el ingreso nacional disponible a lo largo del año por efecto del deterioro de los términos de intercambio, la reforma tributaria implementada y las mayores transferencias al exterior por pagos de intereses de la deuda externa (Gráfico 30).





En el Gráfico 30 se observa una ligera recuperación en el ingreso disponible en el último trimestre de 2001, como consecuencia del sensible aumento en las remesas de colombianos residentes en el exterior (crecieron en más de 25%) respecto al tercer trimestre del año. Este aumento coincidió con el incremento salarial que la Corte Constitucional ordenó a comienzos de 2001 y con el pago de la prima a los empleados oficiales del mes de diciembre. Durante el cuarto trimestre se redujeron las tasas de intervención del Banco de la República en 150 pb, que junto con la reducción similar registrada en el tercer trimestre del año, permitieron la disminución de los costos de los pasivos financieros de los hogares e incentivaron la compra de artículos que usualmente se adquieren a crédito, como los vehículos nuevos. Estos factores posibilitaron una leve recuperación del ingreso disponible y del consumo de los hogares que se manifestó en un mayor consumo de bienes durables y de servicios. Adicionalmente, dejó de contraerse el consumo de bienes no durables (Cuadro 14).

Como consecuencia de la expansión de los pagos del sector público, además, el crecimiento del PIB de este sector a finales del año se aceleró un poco, tal como se aprecia en el Gráfico 31. Sin embargo, esta pequeña expansión no se transmitió sobre la evolución del PIB privado ni del producto total.



En el primer trimestre de 2002 esta recuperación del consumo final no se mantuvo. Según las últimas cifras del DANE, después de haberse expandido en 1,90% en el último trimestre de 2001, el consumo creció en 0,66% en el primer trimestre frente a igual período del año anterior. Por su parte, el consumo de los hogares pasó de crecer 1,51% a 0,97% entre los dos trimestres, reflejando la desaceleración de todos los rubros en general (Cuadro 14). La evolución de algunos indicadores, como las compras con tarjetas de crédito y la actividad comercial durante los primeros meses del año, además del impacto positivo que ha tenido la política monetaria expansiva adelantada por la JDBR, que ha llevado las tasas de interés a niveles históricos bajos, contrasta con lo anterior, por lo que el comportamiento del consumo durante el primer trimestre del año, puede obedecer, en parte, a fenómenos estacionales y metodológicos, y al deterioro de la confianza y expectativas de los consumidores que se presentó en ese período, como lo sugiere el índice de confianza del consumidor (ICC) de Fedesarrollo (Gráfico 34).

El dinamismo mencionado del comercio de bienes puede apreciarse en los datos de la muestra mensual de comercio al por menor (MMCP) del DANE. En marzo, este indicador mostró tasas de crecimiento positivas para 13 de los 16 grupos de productos, destacándose la aceleración del crecimiento de las ventas

CUADRO 14
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA DEMANDA
 (VARIACIÓN PORCENTUAL)

	2000 (pr)					2001 (pr)					2002 (pr)
	I	II	III	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual	I
Producto interno bruto	2,41	3,39	3,32	1,85	2,74	1,59	1,71	0,89	1,42	1,40	0,50
Importaciones totales	1,50	7,29	12,35	13,56	8,63	11,37	20,22	9,98	4,08	11,19	(4,26)
Total oferta final	2,28	3,93	4,57	3,51	3,57	3,01	4,37	2,24	1,83	2,85	(0,25)
Consumo final	3,46	3,06	3,05	0,44	2,49	1,29	0,96	0,91	1,90	1,26	0,66
Hogares	2,58	3,30	4,93	3,79	3,65	1,94	1,15	0,33	1,51	1,23	0,97
No durables	6,04	4,62	4,49	0,29	3,82	0,62	(0,48)	(2,17)	0,32	(0,44)	(0,42)
Semidurables	3,24	14,05	21,36	23,21	15,28	8,99	4,47	1,84	0,60	3,83	(0,35)
Servicios	(0,05)	0,80	2,39	3,25	1,60	2,21	2,24	2,45	2,99	2,48	2,41
Durables	5,14	2,34	8,56	7,50	5,90	4,10	4,73	3,51	6,30	4,67	4,14
Gobierno	6,01	2,38	(2,09)	(8,30)	(0,74)	(0,54)	0,43	2,60	3,06	1,37	(0,23)
Formación bruta de capital	(6,47)	13,38	19,06	24,85	11,79	11,77	22,77	8,44	2,14	10,92	(6,12)
Formación bruta de capital fijo	(13,99)	(3,97)	4,19	13,36	(0,84)	7,37	13,56	12,44	12,04	11,37	0,81
Maquinaria y equipo	(9,60)	(3,29)	12,17	20,15	4,22	18,26	35,34	18,57	9,80	19,96	1,61
Equipo de transporte	0,08	12,87	7,16	15,42	8,65	31,82	34,46	45,95	37,81	37,46	(16,26)
Edificaciones	(28,58)	(17,23)	(0,21)	7,83	(11,10)	7,90	10,48	7,98	17,35	11,04	24,33
Obras civiles	(10,28)	0,77	(0,28)	13,34	0,22	(10,84)	(9,38)	1,03	4,83	(3,63)	(16,96)
Subtotal: demanda final interna	1,98	4,33	5,06	3,44	3,70	2,72	3,87	1,98	1,94	2,62	(0,35)
Exportaciones totales	3,85	1,89	2,04	3,90	2,92	4,57	7,01	3,63	1,30	4,09	0,23
Total demanda final	2,28	3,93	4,57	3,51	3,57	3,01	4,37	2,24	1,83	2,85	(0,25)

(pr) Preliminar.
 Fuente: DANE.

de vehículos, muebles y electrodomésticos y calzado (Cuadro 15). En abril las cifras fueron menos alentadoras, pero esto se explica por el fenómeno de Semana Santa¹⁶. Adicionalmente, en los primeros meses de 2002, las ventas de vehículos nuevos (nacionales e importados) en el mercado nacional registraron una tasa de crecimiento anual superior al 30%, manteniendo la tendencia observada durante el cuarto trimestre del año anterior (Gráfico 32).

El crecimiento de las ventas y avances con tarjetas de crédito (9%) se aceleró en los primeros meses de 2002 (Gráfico 33). Las entidades financieras, por su parte, reportaron un desempeño bastante favorable

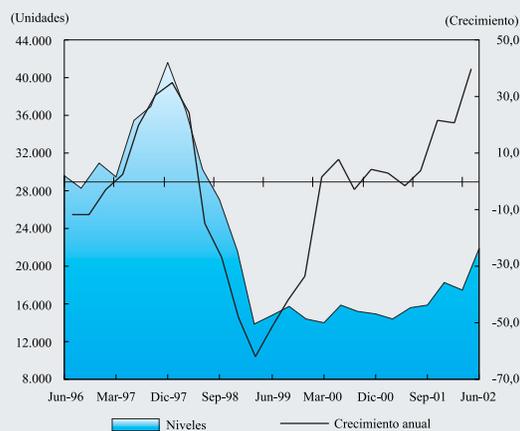
CUADRO 15
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS VENTAS
AL POR MENOR, 2002
 (PORCENTAJE)

	Enero	Febrero	Marzo	Abril
Alimentos	(1,34)	0,79	4,86	(2,12)
Licores y cigarrillos	(5,66)	2,84	7,77	(0,00)
Confecciones	1,73	(0,75)	20,75	(17,88)
Calzado	7,87	5,17	18,13	(11,16)
Medicamentos	(5,98)	(6,03)	(13,45)	(2,50)
Aseo personal	6,33	3,52	17,80	(12,11)
Electrodomésticos	2,69	8,79	21,37	10,31
Uso doméstico	9,20	18,26	47,28	(15,58)
Aseo del hogar	(3,48)	(4,81)	8,99	(4,85)
Equipo de oficina	9,58	36,69	47,99	(12,63)
Libros	6,36	(11,42)	(18,88)	(3,94)
Ferretería	(6,03)	(12,34)	14,89	(17,13)
Repuestos	(0,86)	(4,12)	(13,90)	7,59
Vehículos	17,61	37,77	25,89	44,52
Lubricantes	(11,37)	1,26	(24,32)	(5,12)
Otros	15,65	9,56	10,28	6,04

Fuente: DANE.

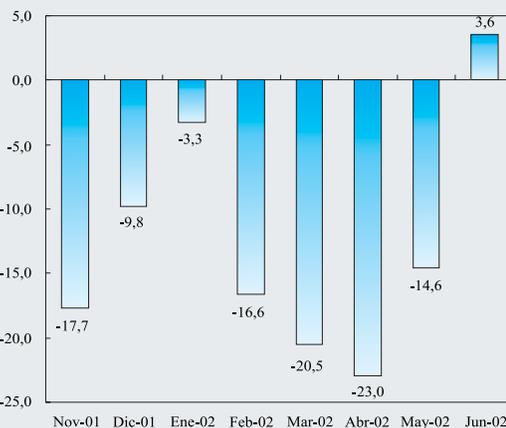
¹⁶ La Semana Santa tuvo lugar en abril de 2001 y en marzo de 2002.

GRÁFICO 32
VENTAS TRIMESTRALES DE VEHÍCULOS
EN EL MERCADO NACIONAL
(SIN EXPORTACIONES)



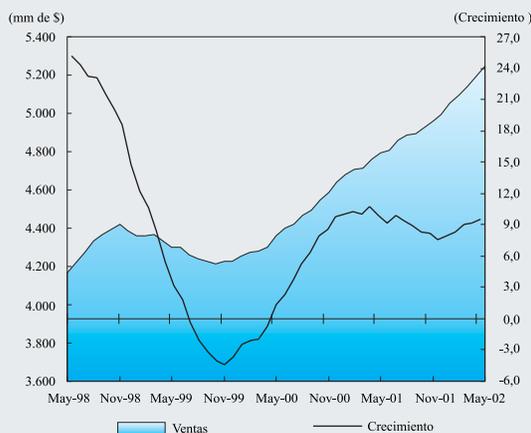
Fuente: Colmotores.

GRÁFICO 34
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR
(BALANCES)



Fuente: Fedesarrollo.

GRÁFICO 33
VENTAS CON TARJETAS DE CRÉDITO
(ÚLTIMOS 12 MESES)



Fuente: Red Multicolor.

de los desembolsos para créditos de consumo durante los primeros seis meses del año¹⁷.

Los acontecimientos de orden público de comienzos de 2002, en particular, el rompimiento del proceso de paz, tuvieron un efecto al parecer transitorio sobre la confianza de los consumidores, como se deduce de

la recuperación del indicador en los meses más recientes (Gráfico 34). Para el resto del año, se espera una ligera recuperación del consumo de los hogares, después del desfavorable comportamiento exhibido por esta variable en el primer trimestre de 2002. Como ya se dijo, las bajas tasas de interés y el menor endeudamiento de las familias podrán contribuir a esta recuperación. Para el año completo, la proyección del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el DNP estima que el consumo crecerá más de 1,0%.

El consumo del Gobierno creció a una tasa de 1,4% durante 2001 (Cuadro 14). En los últimos tres trimestres de ese año, las tasas de crecimiento de esta variable fueron positivas, lo que se explica por el incremento retroactivo de los salarios de los trabajadores públicos, ordenado por la Corte Constitucional en el año anterior, y por la aceleración de los pagos del Gobierno que se reflejó en una reducción del rezago presupuestal. En el primer trimestre de 2002, sin embargo, se registró más bien una caída de esta variable de -0,23%, y en lo que resta del año se espera que continúe esta desaceleración. El ajuste programado en el plan financiero de 2002¹⁸, contempla un aumento del 4% nominal en los pagos de servi-

¹⁷ Sobre este tema véase la sección de agregados monetarios, en el capítulo III.

¹⁸ Plan Financiero 2002. Documento Asesores Confis, No. 17 de 2001, diciembre 21 de 2001.

cios personales, un incremento del 10% nominal en las transferencias totales y una disminución del 3% nominal de los gastos generales.

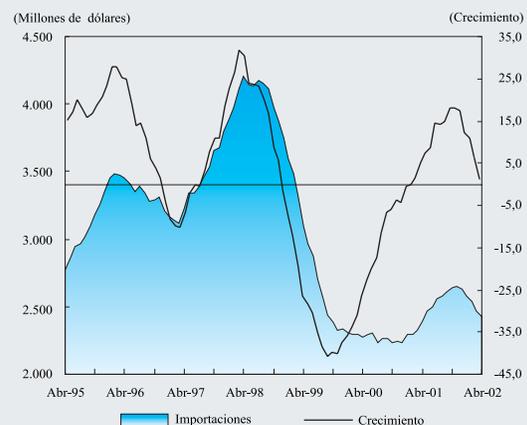
La formación bruta de capital continuó desacelerándose en la última parte del año anterior (Cuadro 14). Esto se atribuye principalmente al comportamiento de la variación de existencias, ya que la formación bruta de capital fijo mantuvo la tendencia de crecimiento observada desde el segundo trimestre de 2001 al expandirse a una tasa de 12,04% en el último trimestre. Las cifras desagregadas muestran que las empresas hicieron una importante inversión en maquinaria y equipo en la segunda parte de 2001, posiblemente como respuesta a la menor devaluación de la tasa de cambio y a una situación en la que se tenían mejores expectativas sobre la evolución de la economía. Las inversiones en equipo de transporte crecieron también aceleradamente, en especial, aquellas relacionadas con el Plan Colombia y Transmilenio, y la inversión en obras civiles se expandió en el último trimestre a un ritmo más rápido que en la primera parte del año. Esto último, en respuesta a la política implementada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de reducir el rezago presupuestal. Con todo, en el año completo esta variable decreció en 3,6%.

Las tendencias positivas de algunos de los componentes de la inversión no se mantuvieron en el primer trimestre de 2002. Como lo muestran las cifras del DANE, la formación bruta de capital se contrajo y la formación bruta de capital fijo mostró una tasa de crecimiento baja (0,81%). Este comportamiento es atribuible al clima de mayor incertidumbre, producto no solamente de menores expectativas del desempeño económico, sino de la inseguridad y la mayor violencia reinante en el país, especialmente desde febrero pasado. El único componente de esta variable que siguió mostrando una fuerte tendencia ascendente fue la inversión en edificaciones, con una tasa de crecimiento de 24,33% en los primeros meses de 2002, asociada con el proceso de recuperación del sector de la construcción, apoyado por las medidas de exenciones tributarias y subsidios a la vivienda de interés social. La inversión en maqui-

naria y equipo se estancó, mientras que la de equipo de transporte decreció en -16,26% y la de obras civiles en -16,96%.

El comportamiento poco favorable de la inversión en general se refleja también en la evolución de algunos indicadores líderes de esta variable. En los primeros cuatro meses del año la tasa de crecimiento anual de las importaciones de bienes de capital industrial mostró una importante reducción (Gráfico 35). Teniendo en cuenta este indicador, es probable que el gasto en inversión de las empresas en lo que falta de 2002 sea menos dinámico que el de la segunda mitad del año pasado, a pesar de la mejoría reciente del indicador de confianza de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo (Gráfico 36). Después que se conocieran los resultados del primer trimestre, muchas empresas consideran que la demanda de sus productos no ha evolucionado de acuerdo con lo que esperaban. De todas maneras, se espera que la inversión en edificaciones sea el componente más dinámico de la formación bruta de capital fijo. En cambio, la inversión en equipo de transporte crecerá menos que en el último año, principalmente porque habrá menores importaciones del Plan Colombia y de los buses articulados de Transmilenio. Así mismo, es previsible que la inversión en obras civiles continúe desacelerándose.

GRÁFICO 35
IMPORTACIONES DE BIENES
DE CAPITAL - INDUSTRIALES
ÚLTIMOS 12 MESES



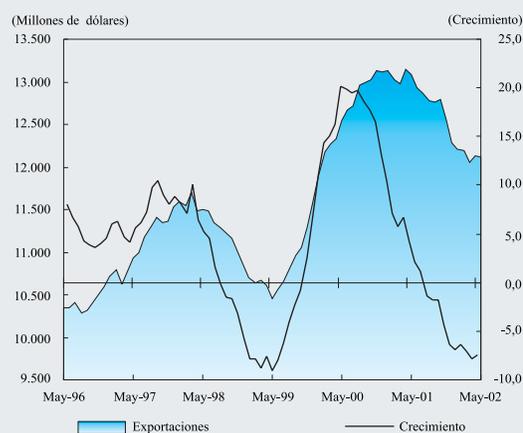
Fuente: DANE.

GRÁFICO 36
INDICADOR DE CONFIANZA
(BALANCES)



Fuente: Fedesarrollo.

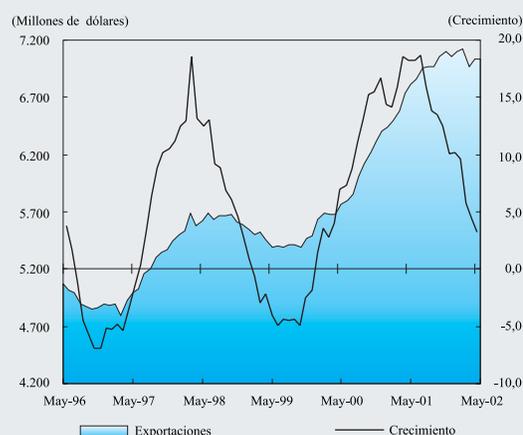
GRÁFICO 37
EXPORTACIONES TOTALES
ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

La demanda externa, mantuvo la tendencia decreciente observada desde la segunda mitad de 2001 (Cuadro 14). Las exportaciones tradicionales, como el café y el petróleo continuaron disminuyendo y las no tradicionales perdieron dinamismo por la menor demanda hacia los Estados Unidos. A diferencia del año anterior, en lo corrido de 2002, el decrecimiento de este componente de la demanda externa no alcanzó a ser compensado por el buen desempeño de las exportaciones no tradicionales hacia Venezuela y Ecuador. Como consecuencia de ello, las cifras de ventas externas totales a abril muestran que éstas se contrajeron en más de 5,0% (Gráfico 37) y las no tradicionales son inferiores a los niveles observados en noviembre de 2001 (Gráfico 38).

GRÁFICO 38
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
ÚLTIMOS 12 MESES

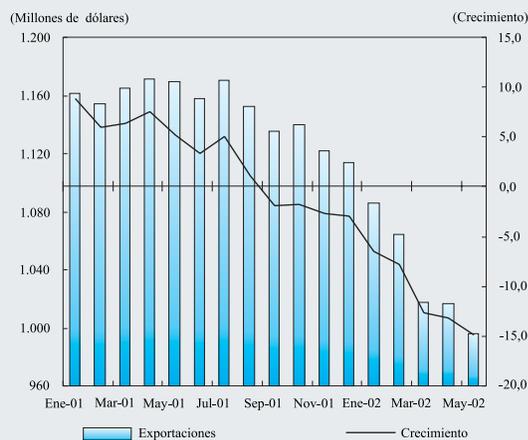


Fuente: DANE.

Las cifras a mayo también permiten observar la caída que presentaron las exportaciones no tradicionales industriales de los últimos 12 meses hacia los Estados Unidos, como consecuencia de la desaceleración económica y la demora en la aprobación del ATPA (Gráfico 39). Así mismo, para el caso de Venezuela, las ventas industriales, decrecieron de acuerdo con cifras a mayo (Gráfico 40). Las dirigidas a Ecuador apenas mantuvieron sus tasas de crecimiento (Gráfico 41). Como consecuencia de estas tendencias, la demanda externa aumentó tan solo 0,23% en el primer trimestre del año (Cuadro 14).

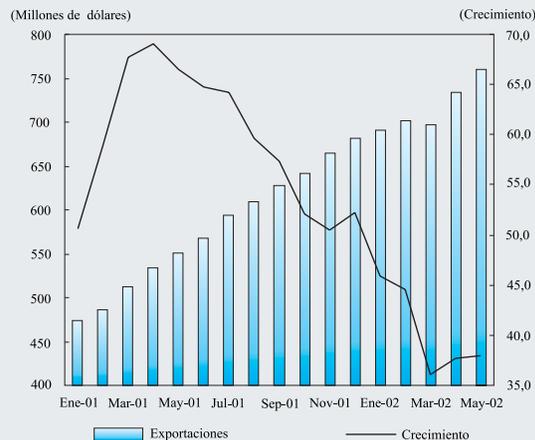
La evidencia indica que continuará la desaceleración de la demanda externa de productos colombianos en los próximos meses del año. A pesar de la recuperación de la economía norteamericana, las ventas a ese país continúan decreciendo, incluso las de bienes no tradicionales. Esto se explica por la lentitud de la recuperación en esa nación, y por el impacto negativo sobre algunas ventas de la demora en la aprobación de las preferencias andinas. La tendencia de las ventas al país del norte podría modificarse un poco en los si-

GRÁFICO 39
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
A LOS ESTADOS UNIDOS
ÚLTIMOS 12 MESES



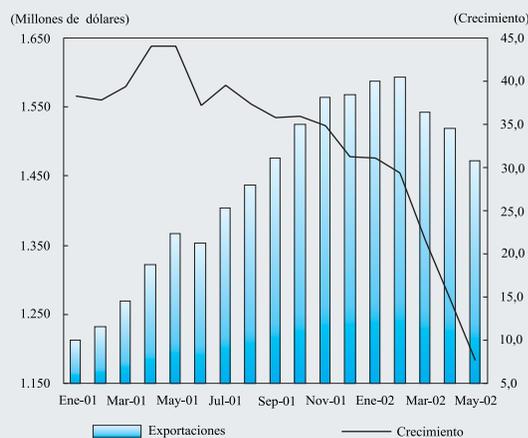
Fuente: DANE.

GRÁFICO 41
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
A ECUADOR
ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

GRÁFICO 40
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
A VENEZUELA
ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

guintes meses si se logra que la ley de preferencias entre en plena operación próximamente. Sin embargo, su dinamismo será limitado porque su principal determinante, el crecimiento del PIB de los Estados Unidos, evolucionará lentamente hacia la recuperación, de acuerdo con los pronósticos de distintos analistas¹⁹.

¹⁹ Sobre los determinantes de las ventas de Colombia a los Estados Unidos, véase Ramírez, M. T., Misas, M. y Silva, M. F. (2001). "Exportaciones no tradicionales en Colombia y sus determinantes" Borradores de Economía, No. 178, Banco de la República.

A este lento crecimiento se adicionará el esperado de las ventas a Venezuela. Los acontecimientos del 11 de abril pasado en el vecino país aceleraron el deterioro económico que venía observándose desde finales del año anterior, y hoy todas las proyecciones apuntan a que el PIB en el vecino país decrecerá en más de un 5,0% durante 2002. Esto, sumado al efecto de la devaluación del bolívar que ya supera el 75,4% en términos nominales en lo que va corrido del año, hasta el 30 de junio -y cerca de 87,3% en el último año- y las medidas que se han venido anunciando de restricciones a las importaciones de algunos bienes, determinará una disminución de las ventas colombianas que según proyecciones del Banco podría ser de entre un 20,0% y un 30,0% de su valor en dólares de 2001. Dado el peso que tienen las ventas a Venezuela dentro de las exportaciones totales del país, este impacto no logrará ser contrarrestado por el dinamismo que aún exhiben las ventas al Ecuador, que se espera se mantenga en el resto del año 2002. Por esta razón, en la proyección del PIB por el lado de la demanda, la nueva proyección del Ministerio de Hacienda y Crédito Público para las exportaciones totales estima un decrecimiento de más de 2,0% en términos reales.

b. Análisis de oferta

En el año 2001 los sectores que registraron mayores tasas de crecimiento fueron transporte, construcción,

CUADRO 16
PIB TRIMESTRAL POR RAMAS DE ACTIVIDAD - SERIES DESESTACIONALIZADAS
 (VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

	2000 (pr)					2001 (pr)					2002 (pr)
	I	II	III	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual	I
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,42	6,95	4,09	7,78	5,03	2,63	(0,93)	(1,38)	0,15	0,10	0,54
Explotación de minas y canteras	(4,69)	(11,57)	(12,71)	(11,26)	(10,04)	(7,56)	(1,35)	4,10	(3,58)	(2,23)	(4,70)
Electricidad, gas y agua	2,77	0,73	(0,53)	(0,10)	0,70	0,81	2,71	2,70	1,23	1,86	3,08
Industria manufacturera	10,55	11,75	12,19	4,72	9,72	2,83	0,74	(3,30)	(3,17)	(0,76)	(3,72)
Construcción	(13,35)	(4,65)	0,49	8,23	(2,85)	(2,52)	(0,41)	4,49	10,84	3,17	3,47
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,82	11,35	13,57	11,14	10,46	3,89	1,98	0,25	1,50	1,88	1,08
Transporte, almacenamiento y comunicación	2,00	2,24	2,91	1,77	2,23	3,04	4,50	2,79	3,13	3,36	3,68
Establecimientos financieros, seguros e inmuebles	0,78	0,95	2,42	0,44	1,15	0,32	(0,77)	0,31	1,10	0,24	(0,14)
Servicios sociales, comunales y personales	3,97	1,33	(1,73)	(6,73)	(0,92)	(0,15)	0,77	2,38	2,82	1,45	0,20
Producto interno bruto	2,41	3,39	3,32	1,85	2,74	1,59	1,71	0,89	1,42	1,40	0,50

(pr) Preliminar.

Fuente: DANE.

comercio y electricidad, gas y agua (Cuadro 16). A pesar de las deficiencias y las demoras en la información suministrada por el DANE, este dinamismo no se mantuvo en todos los sectores en los primeros meses de 2002.

La construcción fue el único sector que continuó mostrando un crecimiento sostenido desde el año anterior, consistente con su proceso de recuperación, aunque su tasa de crecimiento en el primer trimestre de 2002 (3,47%) fue menor que la del cuarto trimestre del año anterior (10,84%). Otros indicadores del sector también siguieron recuperándose. Es así como, a mayo del año 2002, los préstamos entregados a los constructores de vivienda, según el Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV), presentaron una tasa de crecimiento real anual de 126,6%, lo cual es una marcada aceleración respecto al cuarto trimestre de 2001 cuando la tasa de crecimiento observada fue 57,7%. Así mismo, al mes de abril las licencias aprobadas para la construcción de vivienda crecieron más

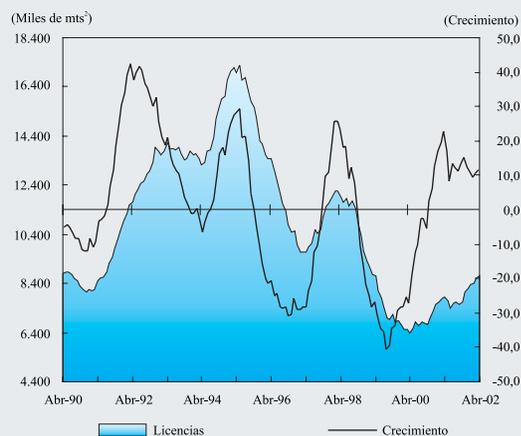
de 10%, siendo las licencias de construcción de vivienda no social las más dinámicas (Gráfico 42).

Otros dos sectores dinámicos en el primer trimestre de 2002 fueron transporte y electricidad, gas y agua, con tasas de expansión de 3,68% y 3,08%, respectivamente. Estos sectores mantuvieron su dinamismo a pesar de la desaceleración del comercio (1,08%), la agricultura (0,54%) y la industria (-3,72%) en este período.

Según las cifras más recientes del DANE, el comportamiento de la producción industrial en abril de 2002 fue bastante menos desfavorable que el observado hasta marzo, mes que parece estar influenciado por factores de tipo estadístico por la Semana Santa²⁰, aunque su tasa de crecimiento continuó siendo negativa

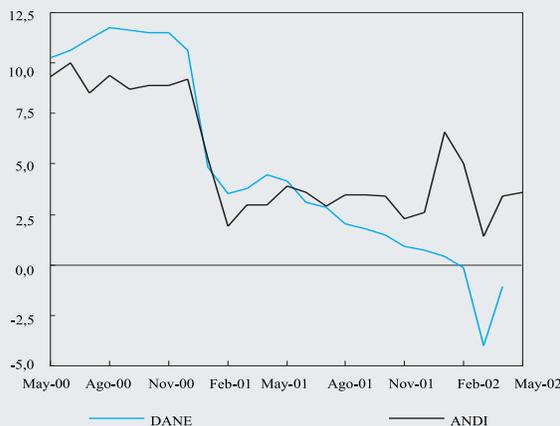
²⁰ En marzo, por la Semana Santa, se registraron menos días hábiles trabajados que en otros meses del año.

GRÁFICO 42
LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN EN MILES DE MTS²
ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

GRÁFICO 43
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL INDUSTRIAL
CRECIMIENTO ANUAL AÑO CORRIDO
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE y ANDI.

frente diciembre del año anterior (-0,8%). El índice de producción industrial del DANE ha continuado decreciendo, como se observa en el Gráfico 43. Esta tendencia del sector es preocupante y pone de presente las dificultades que enfrenta para lograr una recuperación sostenida. El deterioro de la demanda externa y la lenta recuperación de la demanda interna fueron los factores que más incidieron sobre este comportamiento.

El sector de la minería continuó exhibiendo una tasa de expansión negativa, reflejando las tendencias de la producción de petróleo y de carbón. En el primer caso, prosiguió la tendencia declinante de la producción por efecto del agotamiento de los pozos explotados en el país y por los atentados guerrilleros a la infraestructura. Por su parte, el deterioro significativo de los precios del carbón en los mercados internacionales hicieron poco rentable la producción del mineral y por eso descendió su producción en el primer trimestre del año.

En este mismo trimestre de 2002 continuó creciendo poco el sector agropecuario, con una tasa de apenas 0,54%. Esta tasa, sin embargo, es superior a la registrada en los últimos tres trimestres según las nuevas estimaciones del DANE. La cifra correspondiente al

último trimestre de 2001 fue ajustada de 2,08% a 0,15% por una reestimación que indica una disminución en la producción de los cultivos ilícitos como consecuencia de las políticas del Gobierno sobre erradicación. Por este efecto, la cifra de crecimiento del PIB en 2001 también fue revisada hacia abajo, como ya se mencionó. Por su parte, el comportamiento del sector agrícola en el primer trimestre de 2002 se explica no solamente por el estancamiento de la producción de bienes exportables -producto, a su vez, de la evolución de la demanda externa- sino que también jugó un papel importante el ciclo de retención ganadera y la violencia de los grupos al margen de la ley. Estos dos factores redundaron en una menor producción pecuaria.

De acuerdo con las proyecciones para el resto del año del Ministerio de Hacienda y el DNP, por el lado de la oferta en lo que resta de 2002, el sector de la construcción continuará siendo el más dinámico, tal como ha ocurrido en el último año, con una tasa de expansión para el año completo de 7,33% (Cuadro 17). Así mismo, es probable que el transporte, la electricidad y el comercio también seguirán exhibiendo tasas de crecimiento positivas (de 4,15%, 3,34% y 1,52%, respectivamente). Por su parte, la agricultura y la minería decrecerán -0,44% y -4,14%, respectivamente.

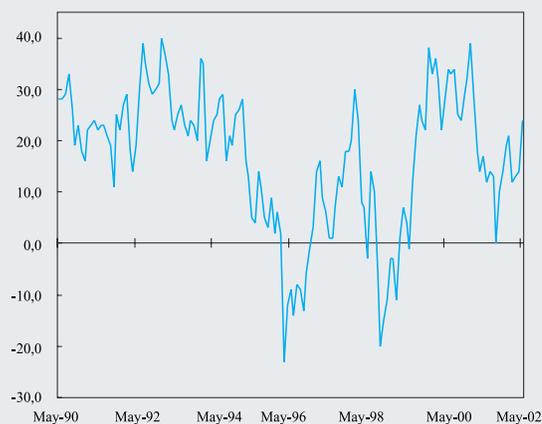
CUADRO 17
PROYECCIONES DEL PIB PARA 2002
POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

Ramas de actividad económica	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(0,44)
Explotación de minas y canteras	(4,14)
Electricidad, gas y agua	3,34
Industria manufacturera	1,25
Construcción	7,33
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	1,52
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,15
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	0,67
Servicios sociales, comunales y personales	0,56
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	(8,80)
Subtotal valor agregado	(1,54)
Impuestos excepto IVA	(0,83)
Subsidios	7,35
IVA no deducible	5,80
Derechos e impuestos sobre las importaciones	(5,47)
PIB	1,50

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con base en información del DANE y la DIAN.

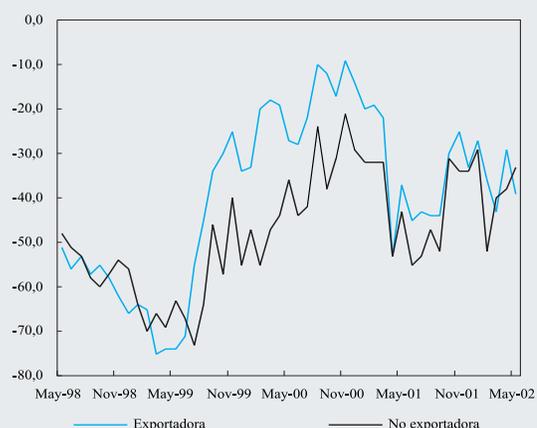
En el resto de 2002 aún no es claro cuál será la tendencia que presentará la producción industrial. Aparentemente, una parte del deterioro en las expectativas de los empresarios fue de carácter transitorio -ya que durante el mes de abril, de acuerdo con la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo se advierte un mejoramiento de las expectativas y los pedidos (gráficos 44 y 45)- pero aún no se sabe su incidencia sobre las decisiones de producción e inversión. Por otra parte, existe gran incertidumbre sobre el desenlace que van a tener los acontecimientos de Venezuela y su efecto sobre las exportaciones no tradicionales. Se espera, además, que la aprobación del ATPA sea un choque positivo para la producción industrial y las expectativas de los agentes. Sin embargo, aún no es claro cuándo se va a dar su aprobación, ni existe certeza sobre cuáles van a ser las mercancías que van a ser beneficiarias de las exenciones arancelarias. Como consecuencia de ello, la

GRÁFICO 44
EXPECTATIVAS SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LA INDUSTRIA EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES
(BALANCES)



Fuente: Fedesarrollo.

GRÁFICO 45
VOLUMEN ACTUAL DE PEDIDOS
(BALANCES)



Fuente: Fedesarrollo.

nueva proyección es que la actividad manufacturera apenas crezca en 1,25% en términos reales durante el presente año.

2. Balanza de pagos

a. Comportamiento de la balanza de pagos durante el primer trimestre de 2002

De acuerdo con cifras preliminares del Banco de la República, al finalizar el primer trimestre del año

2002 la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un resultado deficitario de US\$384 m (1,8% del PIB trimestral), menor en US\$292 m que el registrado en igual período de 2001 (Cuadro 18). Por su parte, la cuenta de capital y financiera presentó entradas netas de recursos por US\$223 m, menores en US\$617 m que las registradas en el primer trimestre de 2001. La variación de las reservas internacionales brutas ascendió a US\$103 m²¹; su saldo se situó en US\$10,233 m al finalizar el trimestre.

• Cuenta corriente

La reducción del déficit en cuenta corriente durante el primer trimestre de 2002 se explicó principalmente por el aumento del superávit de la cuenta de bienes, que pasó de registrar un valor de US\$37 m en el primer trimestre de 2001 a uno de US\$265 m entre enero y marzo de 2002. Este aumento se debió al menor valor de las importaciones (US\$456 m), que contrarrestó el menor valor de las exportaciones (US\$228 m). Los cuadros 19 y 20 resumen el comportamiento de las exportaciones por productos y de las importaciones por tipo de bienes, durante el primer trimestre del año 2002²².

Como se aprecia, las exportaciones de petróleo y derivados sumaron US\$702 m, lo que significó una caída anual de 20,2%, como resultado de un descenso en el precio del petróleo crudo de 21,4%, que contrarrestó el aumento en el volumen de 2,4%. Por su parte, el café presentó ingresos externos de US\$174 m, similares a los del primer trimestre de 2001, a pesar del aumento anual de 16,2% del volumen exportado. Con respecto a las exportaciones no tradicionales, estas se redujeron 3,1%, entre enero y marzo de 2002, frente a igual período del año anterior, como resultado de la caída de 7,0% de las de origen industrial.

Por otro lado, entre enero y marzo de 2002 se destaca la reducción anual del valor en dólares de las ex-

portaciones totales hacia los Estados Unidos (-20,0%) y, en menor medida, hacia Venezuela (-1,2%). Por su parte, sobresale el crecimiento de las exportaciones no tradicionales hacia Ecuador (14,1%) (Cuadro 20). La caída de las importaciones durante el primer trimestre del año se originó en las menores compras de bienes de capital e intermedios, cuyos valores en dólares disminuyeron 21,7% y 14,0%, respectivamente. Esto reflejó el menor crecimiento de la economía entre enero y marzo de 2002 (0,5%), comparado con igual período del año anterior (1,6%). Por su parte, las importaciones de bienes de consumo aumentaron 5,5%, concentrándose principalmente en bienes de carácter no duradero (Cuadro 21).

Por su parte, entre enero y marzo del presente año se presentó una caída en los términos de intercambio de 10,1% anual, en comparación con el mismo período de 2001, como ya se mencionó (Gráfico 28). Esto obedeció al descenso promedio del índice de precios del productor (IPP) de bienes exportados (8,6%), y, en menor medida, al incremento del IPP de bienes importados (1,7%).

Finalmente, dentro de los otros componentes de la cuenta corriente se registró un déficit en los rubros de servicios no factoriales y factoriales de US\$341 m y US\$771 m, respectivamente, similares a los del período enero-marzo de 2001. Finalmente, las transferencias corrientes netas ascendieron a US\$463 m.

• Cuenta de capital

En el primer trimestre del año 2002 la cuenta de capital y financiera presentó ingresos netos de recursos de US\$223 m, inferiores en US\$617 m a los observados en igual período del año anterior. Estos menores ingresos obedecieron fundamentalmente a reducciones de los flujos externos de largo plazo, que pasaron de registrar entradas de US\$1.093 m entre enero y marzo de 2001, a salidas de US\$574 m en el primer trimestre de 2002. Este hecho fue contrarrestado parcialmente por entradas de recursos de corto plazo de US\$798 m.

Con respecto a los flujos de largo plazo, se resaltó el menor endeudamiento externo neto de los secto-

²¹ Esta acumulación incluye US\$264 m de errores y omisiones.

²² En estos cuadros, los crecimientos de las exportaciones y las importaciones difieren un poco de los presentados en el cuadro de balanza de pagos, puesto que en este último los ítems de importaciones y exportaciones incluyen las operaciones especiales de comercio.

CUADRO 18
BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA - RESUMEN
(MILLONES DE DÓLARES)

	2001					2002	2002 - 2001
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Total	I Trim. (e)	Diferencia I Trim.
I. CUENTA CORRIENTE	(677)	(488)	(215)	(409)	(1.789)	(384)	292
Ingresos	4.255	4.625	4.692	4.495	18.066	3.972	(282)
Egresos	4.931	5.114	4.907	4.904	19.856	4.357	(574)
A. Bienes y servicios no factoriales	(293)	(324)	(32)	(259)	(908)	(76)	217
1. Bienes	37	37	321	113	508	265	228
Exportaciones	3.091	3.252	3.360	3.073	12.775	2.863	(228)
Importaciones	3.054	3.215	3.038	2.960	12.267	2.598	(456)
2. Servicios no factoriales	(330)	(361)	(353)	(372)	(1.416)	(341)	(11)
Exportaciones	489	516	554	597	2.157	429	(59)
Importaciones	819	877	907	969	3.573	771	(48)
B. Renta de los factores	(793)	(767)	(714)	(700)	(2.975)	(771)	22
Ingresos	205	190	170	174	739	151	(54)
Egresos	999	957	884	875	3.714	922	(77)
C. Transferencias corrientes	410	603	531	551	2.094	463	53
Ingresos	470	668	608	650	2.396	529	59
Egresos	60	65	78	99	301	66	6
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	840	582	339	710	2.470	223	(617)
A. Cuenta financiera	840	582	339	710	2.470	223	(617)
1. Flujos financieros de largo plazo	1.093	2.036	575	1.292	4.997	(574)	(1.668)
a. Activos	48	68	(225)	148	39	15	(33)
i. Inversión directa colombiana en el exterior	48	69	(225)	150	41	16	(31)
ii. Préstamos 1/	0	(1)	0	(1)	(2)	(1)	(1)
iii. Arrendamiento financiero	0	0	0	0	0	0	0
iv. Otros activos	0	0	0	0	(1)	0	0
b. Pasivos	1.146	2.104	376	1.445	5.071	(559)	(1.705)
i. Inversión extranjera directa en Colombia	519	914	221	675	2.328	773	254
ii. Préstamos 1/	624	1.252	209	827	2.912	(1.282)	(1.906)
Sector público	554	1.294	139	963	2.949	(467)	(1.021)
Sector privado	70	(42)	71	(136)	(37)	(815)	(886)
iii. Arrendamiento financiero	3	(62)	(54)	(56)	(169)	(50)	(53)
Sector público	(7)	(10)	(6)	(9)	(31)	(3)	3
Sector privado	10	(52)	(48)	(48)	(138)	(47)	(57)
iv. Otros pasivos	0	0	0	0	0	0	0
c. Otros Mov. financieros de largo plazo	(5)	0	(25)	(5)	(35)	0	5
2. Flujos financieros de corto plazo	(253)	(1.454)	(236)	(583)	(2.526)	798	1.051
a. Activos	277	1.706	406	938	3.326	(197)	(474)
i. Inversión de cartera	440	1.480	554	1.007	3.481	(199)	(639)
Sector público	122	913	248	321	1.604	(659)	(781)
Sector privado	318	566	306	686	1.876	460	142
ii. Préstamos 1/	(164)	226	(148)	(69)	(154)	2	166
Sector público	17	97	(115)	(2)	(4)	(10)	(27)
Sector privado	(180)	130	(33)	(67)	(151)	12	192
b. Pasivos	23	252	170	355	800	600	577
i. Inversión de cartera	5	(27)	8	(26)	(41)	57	52
Sector público	6	0	9	(13)	2	24	19
Sector privado	(1)	(27)	(1)	(14)	(42)	33	34
ii. Préstamos 1/	19	279	162	381	840	543	525
Sector público	(16)	91	(17)	64	121	(164)	(148)
Sector privado	34	188	179	318	719	707	673
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0	0	0	0
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	153	(22)	74	331	536	264	112
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	316	72	198	632	1.217	103	(213)
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	9.285	9.276	9.768	10.245	10.245	10.233	948
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	9.283	9.270	9.765	10.192	10.192	10.229	946
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	316	68	201	581	1.166	152	(163)

(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.

CUADRO 19
EXPORTACIONES, SEGÚN PRINCIPALES PRODUCTOS
Y SECTORES ECONÓMICOS (PR)
(MILLONES DE DÓLARES FOB)

	Enero-Marzo		Variación	
	2001	2002	Absoluta	%
Total exportaciones	2.978	2.748	(230,3)	(7,7)
Exportaciones tradicionales	1.427	1.246	(181,6)	(12,7)
Café	176	174	(1,5)	(0,9)
Carbón	274	285	11,6	4,2
Ferróníquel	73	58	(15,7)	(21,4)
Petróleo y derivados	880	702	(177,6)	(20,2)
Oro	0	6	5,4	-
Esmeraldas	24	21	(3,8)	(15,6)
Exportaciones no tradicionales	1.551	1.502	(48,7)	(3,1)
Sector agropecuario	318	350	32,6	10,3
Sector industrial	1.224	1.139	(85,6)	(7,0)
Sector minero	9	14	4,3	45,7

(pr) Preliminar.

Fuente: DANE y Banco de la República.

CUADRO 20
CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL DEL VALOR EN DÓLARES DE LAS EXPORTACIONES DE COLOMBIA
(ENERO-MARZO DE 2002)

	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	Resto	Total
Totales	(20,0)	(1,2)	14,1	36,0	(7,0)	11,7	2,3	(7,7)
No tradicionales	(17,7)	(1,2)	14,2	(1,0)	(12,8)	13,0	2,6	(3,1)
Sector agropecuario	8,9	73,3	65,2	(20,1)	2,0	321,6	1,4	10,3
Sector industrial	(33,1)	(6,5)	11,3	13,9	(36,8)	12,5	2,7	(7,0)
Alimentos, bebidas y tabaco	21,4	(23,2)	15,7	(13,8)	(48,4)	11,4	(6,8)	(6,8)
Hilados y tejidos	(50,5)	(20,7)	(26,3)	(100,0)	(9,7)	4,2	(16,4)	(20,8)
Confecciones	(30,1)	9,4	14,1	(78,0)	(15,3)	48,9	(1,4)	(15,3)
Productos plásticos y de caucho	(62,7)	(32,3)	(20,7)	n. a.	(97,1)	351,3	(36,5)	(28,3)
Cuero y sus manufacturas	(22,8)	(60,7)	(42,7)	180,9	(32,4)	51,0	(24,4)	(26,3)
Madera y sus manufacturas	(6,2)	(21,4)	(40,0)	n. a.	258,0	(45,1)	(23,4)	(15,8)
Artes gráficas y editorial	(30,3)	(12,2)	17,6	187,3	(70,0)	(16,4)	(15,1)	(11,5)
Industria química	(64,7)	5,7	0,7	7.998,3	(61,0)	26,1	26,4	(1,8)
Minerales no metálicos	14,0	32,4	30,7	516,0	112,1	(6,7)	(11,0)	8,0
Industria metales comunes	(10,9)	(44,9)	(13,8)	19,2	(85,0)	(32,7)	(4,8)	(19,9)
Maquinaria y equipo	(50,2)	(32,0)	11,9	4.160,1	(8,2)	(15,8)	(6,2)	(24,1)
Material de transporte	(61,1)	30,6	71,4	n. a.	n. a.	68,1	123,5	44,1
Aparatos de óptica, cine y otros	37,4	(11,2)	(8,2)	n. a.	(38,8)	92,1	29,9	22,4
Otras industrias	(9,5)	(15,7)	(41,6)	(90,4)	(10,9)	23,5	(18,0)	(18,5)
Sector minero 1/	(12,8)	109,2	1.332,6	328,9	(9,4)	(60,0)	37,6	46,6

n. a. No aplica.

1/ No incluye esmeraldas.

Fuente: DANE y Banco de la República.

CUADRO 21
IMPORTACIONES, SEGÚN USOS O DESTINO ECONÓMICO (PR)
(MILLONES DE DÓLARES FOB)

	Enero-Marzo		Variación	
	2001	2002	Absoluta	%
Importaciones totales	2.977	2.579	(398,2)	(13,4)
Bienes de consumo	531	560	29,2	5,5
Duradero	192	221	28,7	15,0
No duradero	339	340	0,5	0,1
Bienes intermedios	1.337	1.151	(186,8)	(14,0)
Combustibles y lubricantes	43	3	(39,8)	(92,2)
Para la agricultura	117	108	(8,2)	(7,0)
Para la industria	1.178	1.039	(138,8)	(11,8)
Bienes de capital	1.108	868	(240,6)	(21,7)
Materiales de construcción	43	46	3,0	7,1
Para la agricultura	6	13	6,7	109,0
Para la industria	637	485	(151,7)	(23,8)
Equipo de transporte	423	324	(98,6)	(23,3)

(pr) Preliminar.
Fuente: DANE y DIAN.

res público y privado con respecto al año anterior. En particular, el sector público pagó deuda neta por US\$470 m y el sector privado lo hizo por un valor de US\$862 m. Sin embargo, los flujos de inversión extranjera directa neta fueron superiores en US\$286 m en el primer trimestre de 2002, en comparación con igual período de 2001, especialmente por inversiones en el sector de comunicaciones. Por su parte, las entradas de capital de corto plazo se originaron en el mayor endeudamiento externo por concepto de crédito comercial y préstamos, y por menor inversión de cartera de colombianos en el exterior. Desde el punto de vista del crédito de corto plazo, en el primer trimestre del presente año se presentó un endeudamiento neto de US\$543 m, superior en US\$525 m al observado entre enero y marzo del año anterior²³. Por su parte, el sector público liquidó inversiones financieras en el exterior por US\$659 m. Este último hecho refleja un cambio en las fuentes de recursos externos del sector público, puesto que sus recursos proviniéron de liquidación de inversiones externas y no de crédito.

²³ Estos datos tienen que ver solamente con la parte pasiva, es decir préstamos que colombianos reciben del exterior.

• Variación de las reservas internacionales

Como resultado de los movimientos de bienes y servicios y de capital del primer trimestre de 2002, se presentó una acumulación de reservas internacionales brutas de US\$103 m²⁴. Con esta información, su saldo ascendió a US\$10,233 m, equivalente a 11,8 meses de importación de bienes, 7,2 meses de importaciones de bienes y servicios y 1,03 veces el valor de las amortizaciones de deuda pública y privada en un año.

• Indicadores de la deuda externa

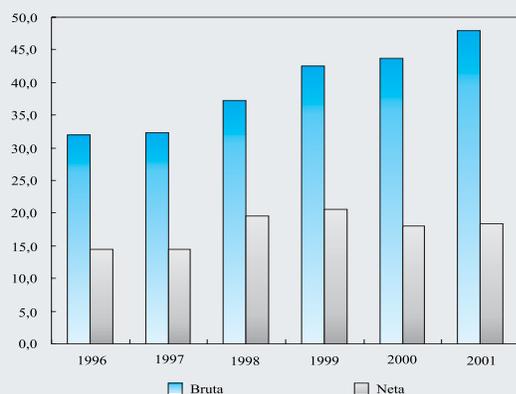
En el Gráfico 46 se observa que la deuda externa como porcentaje del PIB alcanzó un 48,3% a finales de 2001. Por su parte, el servicio de la deuda externa como proporción de las exportaciones de bienes en ese mismo año fue de 84,0%. En el año 2002 se espera que este porcentaje aumente a 101,6% (Gráfico 47).

b. Perspectivas de la balanza de pagos en 2002

De acuerdo con la proyección actual de balanza de pagos (Cuadro 22), el déficit en cuenta corriente as-

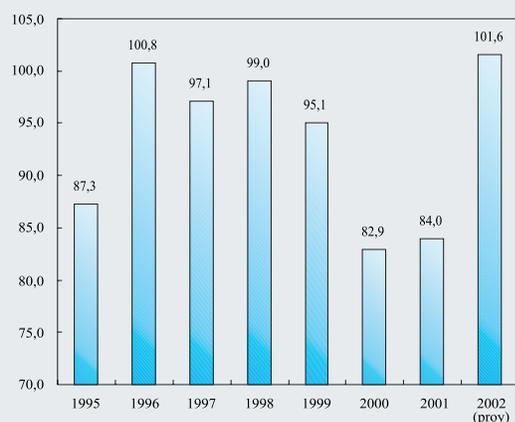
²⁴ Como se mencionó anteriormente, esta acumulación incluye US\$264 m de errores y omisiones.

GRÁFICO 46
DEUDA EXTERNA COMO PORCENTAJE DEL PIB 1/



1/ Para el cálculo de la deuda externa neta se descuenta el saldo de los activos externos de los colombianos, incluido el de las reservas internacionales del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 47
SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA COLOMBIANA
COMO PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES
DE BIENES



(proy) Proyectado.
Fuente: Banco de la República.

cendería a US\$1,939 m (2,3% del PIB). La financiación de este déficit estaría cubierta por ingresos de capital esperados por US\$2,496 m (2,9% del PIB), los cuales se explican por entradas netas de capital de largo y corto plazo por US\$1.109 m y US\$1.387 m, respectivamente.

En relación con las estimaciones de la cuenta corriente, se proyecta una caída anual de las exportaciones de bienes de 3,6%²⁵, como resultado de menores in-

gresos provenientes de petróleo y derivados, carbón y café (que caerían 14,7%, 2,1%, y 2,5%, respectivamente, en comparación con el año 2001). Adicionalmente, la caída esperada en las importaciones de bienes asciende a 2,0%²⁶. Cabe resaltar que el resultado de cuenta corriente es sensible, entre otras cosas, al comportamiento de las importaciones de bienes. En particular, por cada punto de mayor caída de estas últimas, el déficit en cuenta corriente se reduce en 0,14 puntos del PIB.

La proyección de la cuenta de capital y financiera incorpora flujos de largo plazo por US\$1.109 m y entrada de recursos de corto plazo por US\$1.387 m. El resultado del primer ítem obedecería a flujos de inversión extranjera directa neta de US\$2.266 m y a un endeudamiento externo neto del sector público de US\$389 m²⁷. Por el contrario, la proyección contempla pagos netos de deuda del sector privado por US\$1.547 m. Por su parte, el comportamiento de los flujos de corto plazo lo explicaría en buena parte el sector público, que liquidaría inversiones en el exterior por un valor cercano a US\$1.869 m, fundamentalmente Gobierno y FAEP.

Finalmente, y como resultado de lo anterior, la acumulación de reservas internacionales brutas sería US\$557 m en 2002, y su saldo se situaría en US\$10,965 m al cierre de diciembre, equivalente a 10,9 meses de importación de bienes del año siguiente y a 6,9 meses de importaciones de bienes y servicios del mismo año.

3. Empleo

En el mes de mayo del presente año se presentó una disminución en la tasa de desempleo, situándose en 17,5%, 0,6% menor que la registrada en el mismo mes del año anterior (Gráfico 48). A pesar de la disminución en esta tasa, el desempleo continúa siendo el principal problema que afronta la economía

²⁵ Incluidas las operaciones especiales de comercio.

²⁶ *Ibid.*

²⁷ Incluyendo arrendamiento financiero.

CUADRO 22
BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA - RESUMEN

	Millones de dólares			Como % del PIB		
	2000 (pr)	2001 (pr)	2002 (proy)	2000 (pr)	2001 (pr)	2002 (proy)
I. CUENTA CORRIENTE	357	(1.789)	(1.939)	0,43	(2,17)	(2,29)
Ingresos	18.382	18.066	17.485	22,09	21,92	20,62
Egresos	18.026	19.856	19.424	21,66	24,09	22,91
A. Bienes y servicios no factoriales	1.225	(908)	(1.096)	1,47	(1,10)	(1,29)
1. Bienes	2.531	508	289	3,04	0,62	0,34
Exportaciones	13.621	12.775	12.309	16,37	15,50	14,52
Importaciones	11.089	12.267	12.020	13,32	14,89	14,17
2. Servicios no factoriales	(1.307)	(1.416)	(1.386)	(1,57)	(1,72)	(1,63)
Exportaciones	2.004	2.157	2.155	2,41	2,62	2,54
Importaciones	3.311	3.573	3.541	3,98	4,34	4,18
B. Renta de los factores	(2.530)	(2.975)	(2.907)	(3,04)	(3,61)	(3,43)
Ingresos	858	739	648	1,03	0,90	0,76
Egresos	3.388	3.714	3.555	4,07	4,51	4,19
C. Transferencias corrientes	1.662	2.094	2.064	2,00	2,54	2,43
Ingresos	1.900	2.396	2.372	2,28	2,91	2,80
Egresos	238	301	308	0,29	0,37	0,36
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	497	2.470	2.496	0,60	3,00	2,94
A. Cuenta financiera:	497	2.470	2.496	0,60	3,00	2,94
1. Flujos financieros de largo plazo	2.064	4.997	1.109	2,48	6,06	1,31
a. Activos	248	39	400	0,30	0,05	0,47
i. Inversión directa colombiana en el exterior	250	41	400	0,30	0,05	0,47
ii. Préstamos 1/	(1)	(2)	0	(0,00)	(0,00)	0,00
iii. Arrendamiento financiero	0	0	0	0,00	0,00	0,00
iv. Otros activos	(1)	(1)	0	(0,00)	(0,00)	0,00
b. Pasivos	2.352	5.071	1.509	2,83	6,15	1,78
i. Inversión extranjera directa en Colombia	2.281	2.328	2.666	2,74	2,83	3,14
ii. Préstamos 1/	273	2.912	(1.040)	0,33	3,53	(1,23)
Sector público	1.139	2.949	394	1,37	3,58	0,46
Sector privado	(866)	(37)	(1.434)	(1,04)	(0,05)	(1,69)
iii. Arrendamiento financiero	(202)	(169)	(117)	(0,24)	(0,21)	(0,14)
Sector público	(32)	(31)	(5)	(0,04)	(0,04)	(0,01)
Sector privado	(169)	(138)	(113)	(0,20)	(0,17)	(0,13)
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)	0	(0,05)	(0,04)	0,00
2. Flujos financieros de corto plazo	(1.567)	(2.526)	1.387	(1,88)	(3,07)	1,64
a. Activos	1.518	3.326	(626)	1,82	4,04	(0,74)
i. Inversión de cartera	1.014	3.481	(642)	1,22	4,22	(0,76)
Sector público	100	1.604	(1.869)	0,12	1,95	(2,20)
Sector privado	913	1.876	1.227	1,10	2,28	1,45
ii. Préstamos 1/	504	(154)	16	0,61	(0,19)	0,02
Sector público	(75)	(4)	(10)	(0,09)	(0,00)	(0,01)
Sector privado	579	(151)	27	0,70	(0,18)	0,03
b. Pasivos	(50)	800	762	(0,06)	0,97	0,90
i. Inversión de cartera	17	(41)	0	0,02	(0,05)	0,00
Sector público	0	2	0	0,00	0,00	0,00
Sector privado	17	(42)	0	0,02	(0,05)	0,00
ii. Préstamos 1/	(67)	840	762	(0,08)	1,02	0,90
Sector público	(473)	121	(80)	(0,57)	0,15	(0,09)
Sector privado	406	719	842	0,49	0,87	0,99
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0,00	0,00	0,00
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	16	536	0	0,02	0,65	0,00
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	870	1.217	557	1,04	1,48	0,66
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	9.006	10.245	10.965	10,82	12,43	12,93
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	9.004	10.192	10.961	10,82	12,37	12,92
Meses de importación de bienes	9,7	10,0	10,9			
Meses de importación de bienes y servicios	6,1	6,3	6,9			
PIB nominal en millones de dólares	83.227	82.411	84.803			
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	869	1.166	606	1,04	1,42	0,71

(pr) Preliminar.

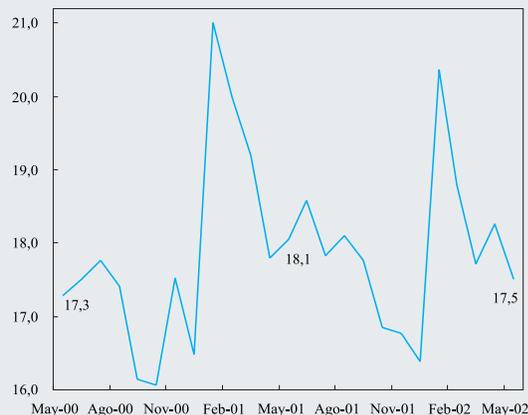
(proy) Proyectado.

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

2/ Según metodología de la balanza de pagos.

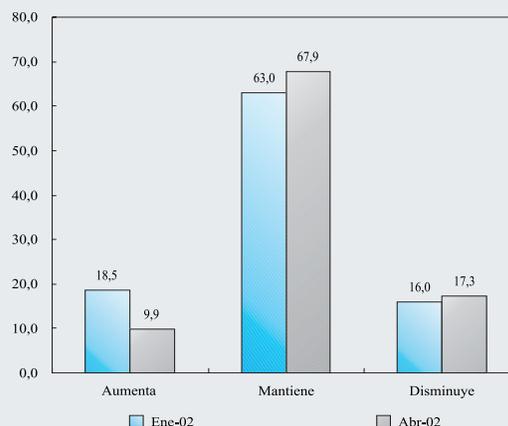
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 48
TASA DE DESEMPEÑO 13 CIUDADES
NUEVA METODOLOGÍA
(PORCENTAJE)



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

GRÁFICO 50
EVOLUCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL DE LAS
EMPRESAS EN LOS PRÓXIMOS TRES MESES
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República. Encuesta de expectativas, abril de 2002.

GRÁFICO 49
TASA DE OCUPACIÓN 13 CIUDADES
NUEVA METODOLOGÍA
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, ECH.

del país. La tasa de desempleo también disminuyó a nivel nacional, situándose en 15,3%.

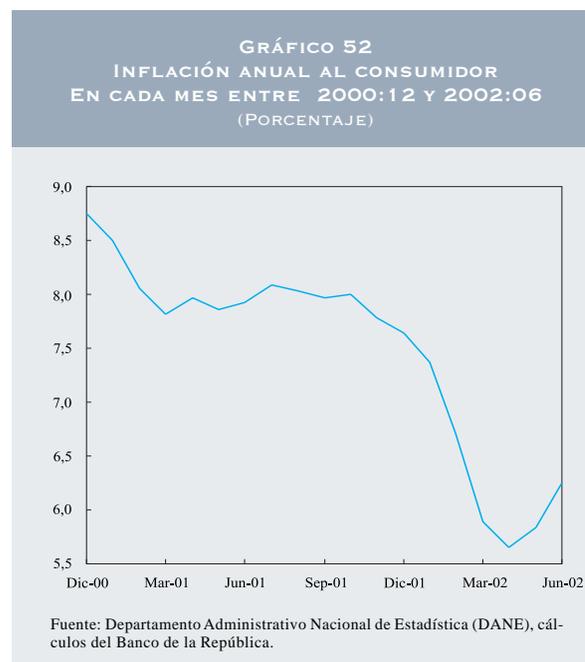
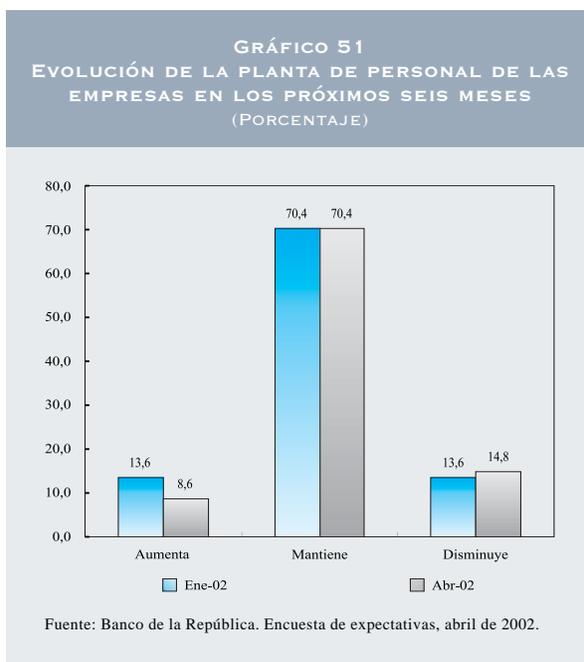
Sin embargo, es importante anotar que también se registró un notable aumento de la tasa de ocupación y una disminución en la de participación (Gráfico 49). De hecho, los últimos datos a abril indican que la tasa de ocupación creció en 1,2 puntos porcentuales, mientras que la oferta laboral se incrementó en 1,0 puntos porcentuales respecto a mayo del año anterior.

Por su parte, la generación de empleo siguió acelerándose por el buen desempeño de sectores como la construcción y el comercio. Para el primer trimestre del año, la población ocupada en la construcción aumentó 11%, y en el comercio 16%.

Para 2002 se espera que el crecimiento de sectores intensivos en mano de obra como la construcción y el comercio, tengan efectos favorables, si no sobre la tasa de desempleo, sí sobre la de ocupación, como ha ocurrido en el último año. Esto es ratificado por los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República del mes de abril, según la cual el 67,9% de los encuestados respondió que piensa mantener su planta de personal en los próximos tres meses y el 70,4% piensa hacerlo en los próximos seis meses (gráficos 50 y 51).

B. RESULTADOS DE LA INFLACIÓN Y TENDENCIAS BÁSICAS

La reducción de la inflación en los primeros cuatro meses de 2002 obedeció fundamentalmente a tres factores. En primer lugar, la política monetaria coherente con las metas de inflación establecidas por la



Junta Directiva y con el objetivo de la estabilización de precios en el largo plazo que posibilitó una reducción importante en las expectativas de inflación de los agentes en los últimos meses. Esto se advierte en los menores y menos frecuentes ajustes de precios de bienes altamente indexados, tales como los servicios públicos, el transporte y los servicios profesionales de salud. En segundo lugar, a la existencia de una amplia disponibilidad de capacidad productiva sin utilizar en la mayoría de ramas de la producción, unida al lento crecimiento de la demanda. Finalmente, también se atribuye a la menor devaluación observada desde finales del año pasado y hasta el mes de abril del presente año, que permitió reducir los ajustes en precios de los bienes transables. En los meses de mayo y junio, pero especialmente en este último mes, se presentó un aumento significativo de los precios de los alimentos, mayor que el esperado, que puede atribuirse a factores de tipo climático. Los demás indicadores de inflación básica siguieron evolucionando de acuerdo con las previsiones, por lo que se espera que al final del año se alcance la meta establecida por la JDBR en coordinación con el Gobierno.

1. Índice de precios al consumidor (IPC)

La inflación anual al consumidor ascendió a 6,2% en junio pasado, inferior en 1,7 puntos porcentuales al re-

gistro de junio de 2001, pero superior en 0,4 puntos porcentuales a la del mes anterior (Gráfico 52). Los resultados de mayo y junio interrumpieron la tendencia descendente que mostraba la inflación desde noviembre del año anterior, lo que obedeció fundamentalmente al repunte en el precio de los alimentos (Cuadro 23).

El incremento en los precios de los alimentos tuvo repercusión en la inflación total, a pesar de que la inflación básica se redujo con respecto al mes pasado. En particular, la inflación sin alimentos pasó de 5,1% a 5,0% en el último mes, mientras que el promedio de los tres indicadores utilizados por el Banco de la República se mantuvo en 5,3%. En junio todos los indicadores de inflación básica se encontraban por debajo de la meta de inflación establecida para 2002. En particular, en esta fecha las inflaciones núcleo, sin alimentos y sin alimentos primarios, sin combustibles y sin servicios públicos ascendieron a 5,1%, 5,9% y 5,9%, respectivamente (Gráfico 53)²⁸.

La reducción de la inflación en los primeros cuatro meses del año estuvo acompañada de disminuciones adicionales de las expectativas de inflación de los

²⁸ Se excluye del IPC el 20% de la ponderación con aquellos ítems que entre enero de 1990 y abril de 1999 registraron la mayor volatilidad de precios.

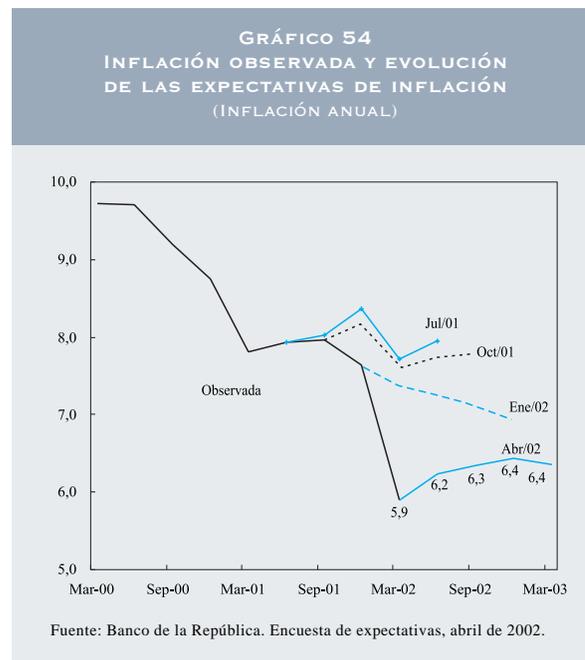
CUADRO 23
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, 2002

	Variación porcentual								
	Año completo			Año corrido			Mensual		
	Abril	Mayo	Junio	Abril	Mayo	Junio	Abril	Mayo	Junio
Total	5,6	5,8	6,2	3,7	4,3	4,8	0,9	0,6	0,4
Alimentos	6,6	7,7	9,2	5,2	6,8	7,7	1,3	1,5	0,8
Vivienda	3,8	3,7	4,2	1,7	1,9	2,5	0,6	0,2	0,6
Vestuario	1,8	1,3	1,1	0,2	0,2	0,4	(0,1)	(0,1)	0,2
Salud	9,1	9,4	9,7	4,8	5,6	6,4	1,3	0,8	0,8
Educación	6,7	6,7	6,7	5,5	5,5	5,5	0,0	0,0	0,0
Diversión, cultura y esparcimiento	7,2	6,8	5,9	4,6	4,4	4,5	0,5	(0,2)	0,1
Transporte y comunicaciones	6,3	5,9	5,0	3,9	4,0	3,7	1,2	0,1	(0,2)
Otros gastos	6,4	6,6	6,8	5,4	5,9	6,2	1,4	0,5	0,4

	Contribución a la variación								
	Año completo			Año corrido			Mensual		
	Abril	Mayo	Junio	Abril	Mayo	Junio	Abril	Mayo	Junio
Total	5,6	5,8	6,2	3,7	4,3	4,8	0,9	0,6	0,4
Alimentos	2,0	2,3	2,7	1,5	2,0	2,3	0,4	0,5	0,2
Vivienda	1,0	1,0	1,1	0,4	0,5	0,7	0,1	0,1	0,1
Vestuario	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0
Salud	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	0,0
Educación	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Diversión, cultura y esparcimiento	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	(0,0)	0,0
Transporte y comunicaciones	1,0	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,2	0,0	(0,0)
Otros gastos	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,1	0,0	0,0

	Participación en la variación								
	Año completo			Año corrido			Mensual		
	Abril	Mayo	Junio	Abril	Mayo	Junio	Abril	Mayo	Junio
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Alimentos	34,8	39,0	43,3	41,1	46,2	47,1	43,1	77,0	55,3
Vivienda	18,0	16,8	17,7	11,8	11,5	13,6	15,8	9,5	34,5
Vestuario	2,0	1,4	1,2	0,4	0,2	0,5	(0,4)	(0,7)	3,2
Salud	6,9	6,9	6,7	5,6	5,6	5,8	6,1	5,9	7,8
Educación	6,1	5,8	5,4	7,5	6,5	5,9	0,0	0,2	0,2
Diversión, cultura y esparcimiento	4,4	4,0	3,3	4,2	3,5	3,2	1,9	(1,0)	0,6
Transporte y comunicaciones	17,6	15,9	12,7	16,5	14,5	12,3	20,0	2,0	(9,1)
Otros gastos	10,2	10,2	9,7	12,8	12,0	11,6	13,4	7,1	7,6

Fuente: DANE y Banco de la República.

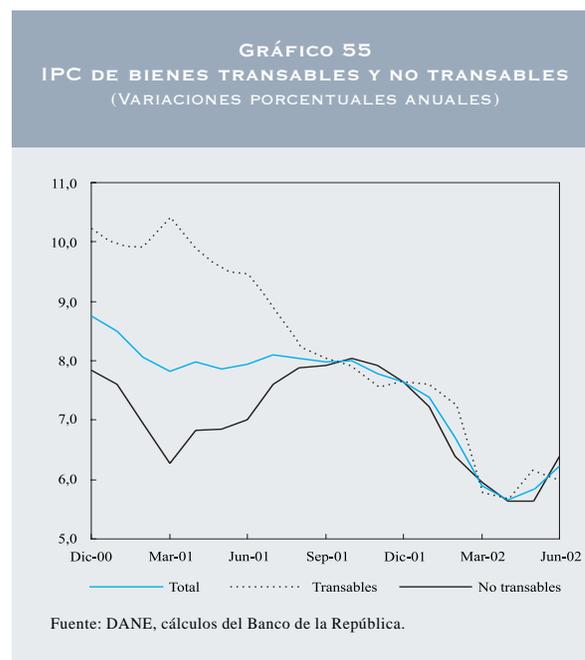


agentes, como lo demuestran los resultados de las encuestas de expectativas realizadas trimestralmente por el Banco de la República. La última encuesta efectuada en abril pasado refleja que, si bien la inflación esperada para diciembre de 2002 (6,4%) se ubicó por encima de la meta, esta resultó inferior a lo esperado por los encuestados en enero pasado, cuando la expectativa de inflación para finales de año fue 6,9% (Gráfico 54).

Como se mencionó anteriormente, la aceleración de la inflación de mayo y junio obedeció fundamentalmente al comportamiento de los precios de alimentos, los cuales se incrementaron anualmente en 7,7% y 9,2%, como resultado, entre otros, del incremento en el precio de la papa, que aumentó en 10,7% y 8,0% con respecto al mes anterior (Cuadro 23).

Además de los alimentos, otros rubros que explicaron el repunte de la inflación fueron los de vivienda (4,2%) y transporte (5,0%). Dentro del grupo de gastos varios se vio afectado por el ajuste anual en el precio de servicios de telefonía (10%).

Una clasificación alterna del IPC refleja que la aceleración de la inflación en el último mes se debió también al resultado de los precios de bienes transables. A junio pasado, la inflación anual de este grupo fue 6,2%,



superior a la registrada en mayo (5,7%), resultado que se encuentra asociado con el repunte de la devaluación en ese mes. Por su parte, el crecimiento de precios del grupo de no transables se mantuvo en 5,3%, a pesar del repunte en el precio del subgrupo de los flexibles, especialmente tubérculos (Gráfico 55).

2. Índice de precios al productor (IPP)

La inflación anual del IPP en junio fue de 2,9% frente a 2,3% en mayo (Gráfico 56) Según la procedencia

de bienes, los precios de los bienes importados registraron un aumento en junio, como resultado de una mayor devaluación desde mediados de mayo. Por su parte, la inflación de los bienes producidos y consumidos ascendió a 3,4% en mayo, superior en 0,1 puntos a la registrada en mayo (Cuadro 24).

Por actividad económica, todos los sectores, con excepción de materiales para la construcción, presentaron una variación anual en sus precios superior a la del mes anterior, aunque todos ellos tuvieron una inflación anual inferior a la observada en junio del año anterior (Cuadro 24). Se destacan los aumentos de los productos importados, la minería y los bienes agrícolas.

Según la clasificación por uso o destino económico, el IPP de consumo final experimentó una inflación anual de 4,6%, 0,1% por encima del registro del mes anterior (Cuadro 24). Este ítem es el más parecido a la canasta del IPC, y su comportamiento es consistente con la aceleración de la inflación al consumidor observada desde mayo.

En conclusión, es muy probable que el panorama de aumentos de precios de los alimentos se mantendrá el resto del año, y todo apunta a que desde el segundo semestre podrían generarse todavía presiones inflacionarias en este frente. El bajo nivel en el precio de los productos de origen primario a comienzos de este año, podría desincentivar sus siembras en los próximos meses, generando alzas en el segundo se-

GRÁFICO 56
ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR (IPP)
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: Banco de la República.

CUADRO 24
INDICADORES DE INFLACIÓN, SEGÚN IPP
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

	2000				2001			
	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Marzo	Abril	Mayo	Junio
IPP	10,9	10,7	11,1	10,1	3,6	2,5	2,3	2,9
Según procedencia								
Producidos y consumidos	10,4	5,2	9,3	9,8	4,4	(0,0)	0,8	2,1
Importados	12,5	32,6	30,8	17,3	0,8	(0,7)	(3,3)	2,1
Exportados	2,8	11,7	11,0	10,0	(7,1)	3,2	2,9	3,2
Según origen industrial (CIU)								
Agric., Silvíc. y pesca	4,2	10,3	11,2	10,9	2,4	3,5	3,3	3,4
Minería	27,0	12,1	10,7	7,6	1,7	(0,8)	(0,6)	1,6
Industria manufacturera	12,4	8,1	4,8	(1,7)	3,9	(8,1)	(8,1)	(2,4)
Según uso o destino económico								
Consumo intermedio	12,4	13,2	13,3	11,6	2,9	1,4	0,2	1,2
Consumo final	8,8	7,7	8,8	9,0	4,3	3,5	4,5	4,6
Bienes de capital	10,2	9,9	9,0	6,5	2,4	1,1	1,1	2,8
Materiales de construcción	14,4	13,9	12,8	12,0	5,0	5,0	5,1	5,0

Fuente: Banco de la República.

mestre del año que pueden jalonar la inflación al consumidor. Adicionalmente, la evolución de la tasa de cambio desde mediados de mayo podría traducirse en aumentos de los precios de algunos de estos bienes.

Este riesgo se hace mayor si se tiene en cuenta la probabilidad de que se presente un fenómeno de "El Niño" a partir del segundo semestre de 2002, con su efecto alcista sobre los precios. Dicho fenómeno, además de reducir la oferta de los productos vía menor productividad de los cultivos²⁹, obliga a los productores a reducir sus áreas cultivadas para evitar pérdidas. El precio de la carne continuará presionando la inflación de alimentos, como resultado de la extensión del ciclo de retención ganadero hacia el resto del año.

²⁹ El Ideam estima que el fenómeno de "El Niño" suele reducir los rendimientos de los principales cultivos agrícolas entre un 4% y un 5% (Ideam (2002). Efectos naturales y socioeconómicos del fenómeno El Niño en Colombia, No. 190).

En lo que queda de 2002, es probable que no se anticipen repuntes de la inflación básica y por el contrario, es factible que su tendencia decreciente continúe. Por ello, la JDBR tiene confianza en que se alcanzará la meta de 6% para la inflación total.

C. PERSPECTIVAS FISCALES PARA EL AÑO 2002

Como se comentó en el Informe al Congreso del mes de marzo, el déficit fiscal del sector público consolidado podría situarse en 2,6% del PIB al final del año 2002, lo que significa una reducción de 0,7% del PIB respecto al valor observado en el 2001. La reducción del déficit fiscal en el año 2002 dependerá del esfuerzo del SPNF y más concretamente del desempeño del Gobierno Nacional Cen-

CUADRO 25
DÉFICIT DE OPERACIONES EFECTIVAS (PROY) 1/
SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2001	2002	2001	2002
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)

(proy) Proyecciones.
1/ Déficit (-) o superávit (+)
Fuente: Confis.

CUADRO 26
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	13.879,9	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: Confis.

tral, cuyo déficit deberá reducirse en más de un punto del PIB si se quiere alcanzar dicha meta fiscal (Cuadro 25).

De acuerdo con los estimativos oficiales, las finanzas del Gobierno Nacional Central alcanzarán un déficit equivalente al 4,7% del PIB. Este resultado será producto de un aumento de 8,7% en los ingresos y de 3,6% en los gastos (Cuadro 26). En cuanto a los ingresos, se espera un crecimiento de 14,0% en renta, 9,0% en IVA interno, 6,3% en gravámenes arancelarios, 6,9% en transacciones financieras y 3,3% en IVA externo. 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 proyecta un crecimiento de 18,3% en intereses, 7,0% en funcionamiento y 1,3% en préstamo neto. Los pagos por inversión disminuirán aproximadamente 66,0%, situándose en un nivel

cercano a \$1 billón. Dentro de los pagos por funcionamiento, se estima un crecimiento de 0,4% para los servicios personales, 1,7% para los gastos generales y 9,2% para las transferencias. El préstamo neto se proyecta en \$1.489 mm de los cuales se destinarán \$500 mm al ISS, \$417 mm a Corelca y \$250 mm a la empresa del metro de Medellín.

Como se destacó en el anterior informe, la financiación del déficit del Gobierno Nacional provendrá en su mayor parte de los recursos del crédito interno, la utilización del portafolio de la Tesorería General 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 corresponderán a inversiones convenidas y forzosas y \$4.568 mm a subastas.

RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. RESERVAS INTERNACIONALES

1. Saldo de las reservas internacionales

Las reservas internacionales netas totalizaron en junio de 2002, US\$10.817 m, con un aumento de US\$625,2 m respecto al saldo registrado en diciembre de 2001³⁰. El principal componente de las reservas internacionales lo constituye el portafolio de inversión con el 91% del total, US\$9.841,5 m. El saldo restante está distribuido así: i) la posición de reservas en el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$669,4 m; ii) los derechos especiales de giro (DEG), US\$148,6 m; iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US\$125,4 m y por último, iv) los depósitos a la orden y efectivo en caja por US\$35,9 m. Así mismo, en junio de 2002 se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$3,8 m (Cuadro 27).

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

³⁰ Las reservas netas 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.

De acuerdo con los lineamientos anteriores, una proporción del portafolio de inversión de las reservas internacionales es manejado por entidades financieras externas, escogidas mediante un riguroso sistema de selección que incluye su experiencia en el negocio, el tamaño de los fondos que administran, y la calidad de sus capacidades de gestión y de control de los riesgos. Como se ha mencionado en informes anteriores, estas entidades han mejorado el rendimiento de las reservas a través de un manejo especializado³¹.

Del portafolio total de inversiones, el Banco de la República gestionó directamente US\$6.621,8 m. (67,3% del total), incluido un capital de trabajo de US\$459,6 m, y las firmas especializadas *Barclays Global Investors*, *Morgan Investment Management* y *Goldman Sachs Asset Management* administraron el restante 32,7%, US\$3.219,7 m.

Durante el primer semestre de 2002, el índice de referencia mediante el cual se evalúa la gestión de la porción administrada externamente registró un rendimiento de 4%, frente a 4,55% de la porción administrada por *Barclays Global Investors*; 4,39% de la porción administrada por *JP Morgan Investment Management*, y 4,69% de la porción administrada por *Goldman Sachs Asset Management*^{32,33}. La porción

³¹ Es importante señalar que varios bancos centrales, entre ellos los de Argentina, Brasil y Chile, emplean esquemas semejantes de delegación de la administración de una porción de sus activos externos en entidades de primera línea para beneficiarse del alto grado de especialización que estas firmas ofrecen.

³² El portafolio de referencia que se utiliza para medir la gestión de los administradores externos está compuesto por activos denominados en dólares americanos (84%), euros (12%) y yenes (4%); estos activos se encuentran invertidos en una combinación de instrumentos de mercado monetario

CUADRO 27
PRINCIPALES COMPONENTES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
(MILLONES DE DÓLARES)

Descripción	Junio 2001	Participación %	Diciembre 2001	Participación %	Junio 2002	Participación %
Caja	278,7	3,0	30,3	0,3	35,9	0,3
Efectivo en caja	21,1	0,2	29,9	0,3	35,3	0,3
Depósitos a la orden	257,6	2,8	0,5	0,0	0,6	0,0
Inversiones	8.124,3	87,6	9.317,0	91,4	9.841,5	91,0
Portafolio directo	5.172,8	55,8	6.236,3	61,2	6.621,8	61,2
Portafolio en administración	2.951,5	31,8	3.080,7	30,2	3.219,7	29,8
Oro	88,6	1,0	90,6	0,9	104,4	1,0
Caja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Custodia	88,6	1,0	90,6	0,9	104,4	1,0
Fondo Monetario Internacional	490,3	5,3	495,9	4,9	528,9	4,9
Derechos especiales de giro	134,3	1,4	137,1	1,3	148,6	1,4
Posición de reservas	356,0	3,8	358,9	3,5	380,3	3,5
Fondo Latinoamericano de Reservas	285,8	3,1	309,1	3,0	309,1	2,9
Aportes	265,8	2,9	289,1	2,8	289,1	2,7
Pesos andinos	20,0	0,2	20,0	0,2	20,0	0,2
Convenios internacionales	7,9	0,1	2,2	0,0	1,0	0,0
Total reservas brutas	9.275,5	100,1	10.245,1	100,5	10.820,8	100,0
Pasivos a corto plazo	5,2	0,1	53,3	0,5	3,8	0,0
Convenios internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bancos del exterior	0,0	0,0	50,0	0,5	0,0	0,0
Fondo Latinoamericano de Reservas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valores por pagar compra inversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Causación y valuación de los pasivos	5,2	0,1	3,3	0,0	3,8	0,0
Total reservas netas	9.270,4	100,0	10.191,8	100,0	10.817,0	100,0

Fuente: Banco de la República.

del portafolio administrada directamente por el Banco de la República excluyendo el capital de trabajo, registró un rendimiento de 3,49%, frente al rendimiento de 3,48% obtenido por el índice de referencia, mediante el cual se evalúa la gestión de esta porción³⁴. El capital de trabajo registró un rendimiento de 0,86%.

El portafolio de inversiones, incluyendo el de gestión directa y el entregado en administración, está colocado principalmente, en papeles de gobiernos soberanos, que aseguran una amplia liquidez aun en situación de crisis de los mercados emergentes, 61,3%, y en una menor proporción, 38,7%, en instituciones bancarias. La distribución del riesgo crediticio refleja el criterio de seguridad con que se

a tres meses (25%) y bonos gubernamentales de uno a cinco años (75%), con una duración promedio para el total del portafolio de dos años.

³³ 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 del índice que sirve de referencia al Banco de la República.

³⁴ El portafolio de referencia que se utiliza para medir la gestión de la porción administrada directamente por el Banco de la República, está compuesto por activos denominados en dólares americanos (84%), euros (12%) y yenes (4%); estos activos se encuentran invertidos en una combinación de instrumentos de mercado monetario a tres meses (47%) y bonos gubernamentales de uno a cinco años (53%), con una duración promedio para el total del portafolio de 1,46 años.

administran las reservas internacionales. A junio de 2002, la distribución de este riesgo, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas fue la siguiente: el 77,5% “AAA”, el 4,2% “AA+”, el 5,4% “AA”, el 12,5% en “AA-” y el restante 0,4% en “A+”³⁵.

El rendimiento neto del portafolio de inversión de las reservas internacionales obtenido tanto por el Banco de la República como por los administradores delegados, totalizó US\$399,1 m, de los cuales US\$230,9 m se originaron en ingresos efectivos de caja, y US\$168,2 m correspondieron a ganancias derivadas de la causación y valuación a precios de mercado de las reservas internacionales. La mayor parte de las ganancias por valuación correspondió principalmente al fortalecimiento del euro y el yen frente al dólar, US\$155,6 m y, en menor medida, US\$29,6 m a la valorización del portafolio en DEG³⁶. Por otro lado, se registraron pérdidas de US\$17,3 m, resultantes de la caída en el precio de los bonos del tesoro americano en este período, mientras que el aumento en el precio del oro valorizó las reservas internacionales en US\$12,1 m³⁷.

B. SITUACIÓN FINANCIERA

1. Resultados en 2002

En junio 30 de 2002, los activos del Banco de la República totalizaron \$33.463,4 mm, saldo superior en \$1.588,9 mm al observado en diciembre de 2001 (Cuadro 28). Dicho aumento lo explica: a) el mayor valor de las reservas internacionales, \$1.948,6 mm, por cuenta de la acumulación de reservas de US\$575,7 m y

³⁵ Standard & Poors, Moody's e IBCA.

³⁶ En efecto, entre diciembre 31 de 2001 y junio 28 de 2002, la cotización del euro en términos de dólares pasó de € 1,12 a € 1,01, respectivamente, lo que arroja una apreciación de 9,65% en el primer semestre de 2002.

³⁷ El precio del oro en el mercado internacional se elevó de US\$278,12 onza en diciembre de 2001 a US\$319,69 onza en junio 28 de 2002, para la calidad estándar (99,5% de pureza).

la devaluación del peso frente al dólar; b) el incremento de los aportes en organismos internacionales, \$74,2 mm, que corresponde al ajuste causado por el alza del tipo de cambio peso-dólar, y c) la variación positiva de los otros activos, \$47,1 mm, determinada, principalmente, por la valorización del portafolio representativo de los recursos para pensiones (\$40,4 mm). Estos incrementos fueron compensados, en parte, por: a) la reducción de las inversiones, \$311,8 mm, producto de la redención de TES B para regulación monetaria y TES A representativos de la deuda consolidada del Gobierno; b) la menor demanda de Repos y apoyos transitorios de liquidez de parte del sistema financiero, \$156,3 mm, y c) la disminución del saldo en la cartera de créditos por \$13,4 mm.

En igual fecha, los pasivos alcanzaron \$16.574,1 mm y el monto del patrimonio fue de \$16.889,3 mm, con variaciones positivas durante el semestre de \$1.285,5 mm y de \$303,4 mm, respectivamente. El comportamiento de los pasivos estuvo determinado por: a) los mayores depósitos del Gobierno Nacional, \$2.078,8 mm; b) la valorización de las obligaciones con organismos internacionales, \$49,3 mm, ligada con la devaluación peso-dólar; c) el descenso de la base monetaria, \$549,7 mm; c) la disminución de la inversión del sistema financiero en Repos de contracción, \$117,8 mm, y d) la reducción de los otros depósitos, \$127,4 mm³⁸.

Al cierre del primer semestre, el estado de resultados del Banco de la República presentó utilidades por \$917,1 mm, provenientes de ingresos por \$1.197,3 mm y egresos por \$280,2 mm, y superiores a las registradas en el mismo período del año precedente de \$358,6 mm (Cuadro 29). Comparado con igual período del año anterior, se presentó un aumento de los ingresos, de \$510,2 mm, 74,2%, y disminución de los egresos por \$48,3 mm, 14,7%. Entre los primeros, se destacan los rendimientos por \$905 mm (US\$399,1 m) de las reservas internacionales, que incluyen valuaciones no realizadas por US\$167,9 m,

³⁸ Depósitos en cuenta corriente diferentes a reserva bancaria.

CUADRO 28
BALANCE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA - RESULTADOS DE 2001-2002
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Diciembre, 2000		Diciembre, 2001		Junio, 2001		Junio, 2002 (*)	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	29.149,2	100,0	31.874,5	100,0	29.590,5	100,0	33.463,4	100,0
Reservas internacionales brutas	19.689,9	67,5	23.634,5	74,1	21.386,2	72,3	25.583,1	76,5
Aportes en organismos internacionales	2.268,6	7,8	2.482,3	7,8	2.479,0	8,4	2.556,5	7,6
Inversiones	3.248,7	11,1	2.056,0	6,5	2.576,1	8,7	1.744,1	5,2
Sector público deuda consolidada	308,8	1,1	240,3	0,8	223,0	0,8	156,1	0,5
Sector público regulación monetaria	2.398,0	8,2	1.730,2	5,4	1.970,7	6,7	1.502,3	4,5
Bonos banca pública - Fogafin y otros	541,8	1,9	85,4	0,3	382,4	1,3	85,7	0,3
Cartera de créditos	323,9	1,1	141,7	0,4	221,7	0,7	128,4	0,4
Sector público Gobierno Nacional	3,7	0,0	3,4	0,0	3,6	0,0	3,3	0,0
Bancos	6,0	0,0	3,5	0,0	4,1	0,0	3,6	0,0
Corporaciones financieras	154,1	0,5	132,9	0,4	146,9	0,5	121,3	0,4
Otros créditos 1/	235,9	0,8	14,5	0,0	102,6	0,3	3,9	0,0
Menos: provisiones	75,8	0,3	12,6	0,0	35,6	0,1	3,7	0,0
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	1.729,0	5,9	1.111,4	3,5	963,7	3,3	955,1	2,9
Cuentas por cobrar	64,3	0,2	94,3	0,3	78,9	0,3	94,8	0,3
Otros activos netos	1.824,9	6,3	2.354,3	7,4	1.884,9	6,4	2.401,4	7,2
Pasivo y patrimonio	29.149,2	100,0	31.874,5	100,0	29.590,5	100,0	33.463,4	100,0
Pasivo	13.821,5	47,4	15.288,6	48,0	14.294,7	48,3	16.574,1	49,5
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	4,3	0,0	4,3	0,0	11,9	0,0	9,0	0,0
Base monetaria	10.710,4	36,7	11.647,9	36,5	9.477,0	32,0	11.098,2	33,2
Billetes en circulación	8.698,6	29,8	9.990,8	31,3	7.777,6	26,3	9.341,0	27,9
Moneda de tesorería	344,2	1,2	357,7	1,1	338,0	1,1	351,8	1,1
Depósitos para encaje bancos	1.362,8	4,7	1.118,5	3,5	1.119,1	3,8	1.262,1	3,8
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	304,9	1,0	180,9	0,6	242,4	0,8	143,3	0,4
Otros depósitos	77,5	0,3	244,5	0,8	51,9	0,2	117,1	0,3
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	253,7	0,9	97,9	0,3	1.812,9	6,1	2.176,7	6,5
Obligaciones organismos internacionales	1.853,8	6,4	1.980,2	6,2	1.970,5	6,7	2.029,6	6,1
Pasivos por líneas externas	207,6	0,7	183,9	0,6	198,0	0,7	177,1	0,5
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	28,7	0,1	162,7	0,5	30,9	0,1	44,6	0,1
Repos de contracción y títulos de participación	20,9	0,1	161,8	0,5	24,6	0,1	44,0	0,1
Tít. en Div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J. D.	6,9	0,0	0,8	0,0	5,4	0,0	0,6	0,0
Otros	0,9	0,0	0,1	0,0	0,9	0,0	0,1	0,0
Cuentas por pagar	31,4	0,1	40,9	0,1	51,2	0,2	37,1	0,1
Otros pasivos	654,1	2,2	926,3	2,9	690,3	2,3	884,6	2,6
Patrimonio total	15.327,7	52,6	16.585,9	52,0	15.295,9	51,7	16.889,3	50,5
Capital	12,7	0,0	12,7	0,0	12,7	0,0	12,7	0,0
Reservas	345,9	1,2	321,2	1,0	321,2	1,1	311,6	0,9
Superávit patrimonial	13.254,2	45,5	14.172,1	44,5	14.324,3	48,4	14.791,8	44,2
Liquidación CEC	453,5	1,6	453,5	1,4	453,5	1,5	453,5	1,4
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	12.619,7	43,3	13.689,3	42,9	13.681,9	46,2	14.301,6	42,7
Otros	181,0	0,6	29,3	0,1	188,9	0,6	36,7	0,1
Valorizaciones	279,1	1,0	856,1	2,7	279,1	0,9	856,1	2,6
Resultados	1.435,9	4,9	1.223,8	3,8	358,6	1,2	917,1	2,7
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.435,9	4,9	1.223,8	3,8	358,6	1,2	917,1	2,7

(*) Cifras sujetas a revisión.

1/ Incluye la cartera correspondiente a la ejecución de garantías por incumplimiento de créditos por cupos de liquidez.

Fuente: Banco de la República.

derivadas de la apreciación del euro y el yen frente al dólar y la menor tasa de interés internacional. Otros rubros representativos en los ingresos fueron la valoración de los TES B de regulación monetaria, \$142,4 mm, las comisiones recibidas, \$55,9 mm, y la diferencia en cambio, \$36,4 mm.

En cuanto a los egresos, los rubros más significativos fueron: los intereses y rendimientos pagados, \$82,0 mm, los gastos de personal, \$80,3 mm, los gastos generales, \$25,0 mm³⁹, la diferencia en cambio de los pasivos en M/E, \$27,7 mm, los costos de la emisión monetaria, \$21,3 mm, los gastos de pensionados, \$17,1 mm, y las provisiones, depreciaciones y amortizaciones, \$12,2 mm.

2. Proyección de ingresos y gastos para el año 2002

En el año completo se estiman ingresos de \$1.355,3 mm y egresos de \$693,6 mm, por lo cual se obtendrían utilidades por \$661,7 mm, monto superior en \$460,8 mm a las utilidades estimadas en el informe de marzo, \$200,9 mm. Tal ajuste se explica básicamente por dos factores: a) el incremento en los rendimientos de las reservas internacionales de \$386,8 mm, y b) la mayor valoración de los TES B de \$66,6 mm, la cual pasa de \$170,5 mm a \$237,1 mm. El incremento en los rendimientos de reservas obedece a la inclusión de las valuaciones realizadas en

³⁹ El rubro de gastos generales incluye: servicios públicos, aseo, vigilancia, mantenimiento y reparaciones, transporte, especies monetarias, papelería, divulgación, etc.

el primer semestre, las cuales se originaron principalmente en la apreciación del euro y el yen frente al dólar, y, en menor medida, en la valorización del portafolio por efecto de la reducción de las tasas de interés externas⁴⁰. Sin embargo, el resultado final dependerá de la evolución de estas novedades. El incremento en la valoración de TES está relacionado con la reducción de tasas de interés interna.

Con respecto a los egresos, el monto estimado de \$693,6 mm presenta un crecimiento de 9,5% con respecto a lo ejecutado en 2001. Se destaca el pago de intereses y rendimientos por \$181,0 mm, seguido, en su orden, de los gastos de personal, \$164,2 mm, con crecimiento nominal de 7,4%; los gastos netos de pensionados, \$95,8 mm⁴¹; los gastos generales, \$58,6 mm, 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.

⁴⁰ Hay que anotar que en la proyección anual no se incluyen las valuaciones no realizadas, las cuales a junio ascienden a US\$167,9 m. Dada la volatilidad de los mercados internacionales, existe la posibilidad de que por depreciaciones del euro y del yen y/o por incrementos de la tasa de interés externa en el segundo semestre del año, tales ingresos se reviertan.

⁴¹ La proyección de gastos de pensionados supone 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 espera 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.

CUADRO 29
ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - BANCO DE LA REPÚBLICA, 2000-2002
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Ejecución Ene-Jun 2001 1/		Ejecución Ene-Jun 2002 1/	
	Flujos %	Participación	Flujos %	Participación
I. Ingresos totales	687,2	100,0	1.197,3	100,0
1. Ingresos operacionales	679,5	98,9	1.192,6	99,6
Intereses y rendimientos	527,9	76,8	1.096,4	91,6
Reservas internacionales netas	242,3	35,3	905,1	75,6
Líneas externas	7,5	1,1	4,1	0,3
Valoración de TES "A" precios de mercado	19,7	2,9	13,8	1,2
Val. de TES por operaciones de expansión monetaria	168,3	24,5	142,4	11,9
Val. bonos capitalización banca pública	28,4	4,1		0,0
Compra transitoria de títulos y cupos	29,2	4,2	20,7	1,7
Otros	32,5	4,7	10,3	0,9
Comisiones	43,1	6,3	55,9	4,7
Servicios bancarios y negocios fiduciarios	39,1	5,7	46,2	3,9
Manejo de divisas	4,0	0,6	6,5	0,5
Otros	0,0	0,0	3,1	0,3
Diferencias en cambio	58,0	8,4	36,4	3,0
Moneda emitida y metales preciosos	0,4	0,1	1,2	0,1
Redención anticipada de títulos	0,5	0,1		0,0
Otros	49,6	7,2	2,5	0,2
2. Ingresos no operacionales	7,7	1,1	4,8	0,4
II. Egresos totales	328,5	100,0	280,2	100,0
1. Egresos operacionales	308,8	94,0	278,1	99,3
Intereses y rendimientos	103,5	31,5	82,0	29,3
Encaje en cuentas de depósito	92,6	28,2	65,5	23,4
Venta transitoria de títulos	5,8	1,8	11,8	4,2
Líneas externas y títulos canjeables	5,1	1,5	4,7	1,7
Comisiones y honorarios	8,6	2,6	4,2	1,5
Diferencias en cambio	33,2	10,1	27,7	9,9
Organismos internacionales	5,7	1,7	5,8	2,1
Líneas externas	12,0	3,6	9,6	3,4
Otros	15,5	4,7	12,3	4,4
Costo de emisión de especies monetarias	8,6	2,6	21,3	7,6
Gastos de personal	76,2	23,2	80,3	28,6
Pensiones de jubilación	30,6	9,3	17,1	6,1
Gastos generales	23,1	7,0	25,0	8,9
Impuestos	1,5	0,5	1,5	0,5
Seguros	2,6	0,8	3,0	1,1
Gastos culturales	2,1	0,6	1,8	0,7
Provisiones, depreciaciones y amortizaciones	15,8	4,8	12,2	4,3
Otros operacionales	3,0	0,9	2,0	0,7
2. No operacionales	19,7	6,0	2,1	0,7
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio				
incluida la depreciación	358,6	109,2	917,1	327,3

1/ Cifras sujetas a revisión.

2/ Proyecciones.

Fuente: Banco de la República.

Variación Ene-Jun 2002-2001		Ejecución Ene-Dic, 2001		Proyección Ene-Dic, 2002		Variación Ene-Dic 2002-2001 2/	
Absoluta	%	Flujos	Participación %	Flujos	Participación %	Absoluta	%
510,2	74,2	1.857,4	100,0	1.355,3	100,0	(502,1)	(27,0)
513,1	75,5	1.839,6	99,0	1.349,8	99,6	(489,8)	(26,6)
568,6	107,7	1.602,4	86,3	1.099,1	81,1	(503,3)	(31,4)
662,8	273,6	1.104,0	59,4	792,1	58,4	(311,9)	(28,3)
(3,3)	(44,7)	12,3	0,7	9,6	0,7	(2,7)	(22,1)
(6,0)	(30,2)	37,0	2,0	27,3	2,0	(9,7)	(26,3)
(25,8)	(15,4)	297,8	16,0	237,1	17,5	(60,7)	(20,4)
(28,4)	(100,0)	39,6	2,1	0,3	0,0	(39,3)	(99,2)
(8,5)	(29,0)	66,0	3,6	27,8	2,1	(38,2)	(57,9)
(22,2)	(68,4)	45,6	2,5	4,9	0,4	(40,7)	(89,3)
12,8	29,7	96,2	5,2	95,6	7,1	(0,6)	(0,6)
7,1	18,2	85,8	4,6	86,8	6,4	1,0	1,1
2,6	65,0	10,3	0,6	8,8	0,6	(1,5)	(14,4)
3,1	----	0,1	0,0	0,0	0,0	(0,1)	(100,0)
(21,6)	(37,2)	56,8	3,1	112,2	8,3	55,4	97,7
0,8	191,4	0,8	0,0	40,4	3,0	39,6	4.958,3
(0,5)	(100,0)	0,7	0,0		0,0	(0,7)	(100,0)
(47,1)	(94,9)	82,8	4,5	2,5	0,2	(80,3)	(97,0)
(2,9)	(38,0)	17,8	1,0	5,5	0,4	(12,3)	(69,1)
(48,3)	(14,7)	633,6	100,0	693,6	100,0	60,0	9,5
(30,7)	(9,9)	610,1	96,3	690,8	99,6	80,7	13,2
(21,5)	(20,8)	208,7	32,9	181,0	26,1	(27,7)	(13,3)
(27,1)	(29,3)	180,4	28,5	135,8	19,6	(44,6)	(24,7)
6,0	102,1	18,3	2,9	35,1	5,1	16,8	91,3
(0,3)	(6,8)	9,9	1,6	10,1	1,5	0,2	1,6
(4,4)	(51,4)	16,6	2,6	10,5		(6,1)	(36,8)
(5,5)	(16,7)	31,4	5,0	57,6	8,3	26,2	83,3
0,1	1,8	5,0	0,8	16,5	2,4	11,5	230,0
(2,4)	(20,2)	12,8	2,0	22,4	3,2	9,6	74,7
(3,2)	(20,7)	13,6	2,1	18,7	2,7	5,1	37,4
12,7	148,0	27,2	4,3	59,4	8,6	32,2	118,5
4,1	5,3	152,8	24,1	164,2	23,7	11,4	7,4
(13,5)	(44,1)	62,9	9,9	95,8	13,8	32,9	52,4
1,9	8,1	52,6	8,3	58,6	8,4	6,0	11,3
0,0	2,3	2,9	0,5	4,7	0,7	1,8	61,2
0,4	16,5	5,3	0,8	7,9	1,1	2,6	48,1
(0,2)	(11,8)	5,7	0,9	6,2	0,9	0,5	9,6
(3,6)	(22,8)	34,5	5,4	36,1	5,2	1,6	4,7
(1,0)	(34,1)	9,5	1,5	8,8	1,3	(0,7)	(7,1)
(17,6)	(89,4)	23,5	3,7	2,8	0,4	(20,7)	(88,1)
558,5	155,7	1.223,8	193,2	661,7	95,4	(562,1)	(45,9)

Este informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República
editado y diagramado por la Sección de Publicaciones
del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por Lito Camargo Ltda.
en julio de 2002.