

## INTRODUCCIÓN

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

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

La reactivación de la demanda externa, ocurrida en la segunda parte del año, fue consecuencia de un mayor crecimiento de la economía en los Estados Unidos y en otros países, lo cual contrarrestó el impacto negativo de la contracción de la venezolana, cuyo producto disminuyó en 9,5% real en 2003. Las exportaciones no tradicionales, incluyendo oro y esmeraldas, crecieron 5,3% en dólares, pese a que la caída de las ventas a Venezuela fue superior al 39,0%. El entorno externo se caracterizó, además, por un aumento generalizado de la demanda y los precios de los productos básicos. Así, el crecimiento de las ventas tradicionales fue superior al 12,9% nominal en el año 2003. También se registró un aumento del 24,1% en el valor en dólares

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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