

Introducción

La desaceleración de la actividad económica mundial observada en 2011 se originó en la crisis fiscal y financiera de la zona del euro, la cual se profundizó a final del año. En este contexto mundial tan adverso, la economía colombiana registró un crecimiento de 5,9%, el tercero más alto en los últimos treinta años, y una inflación de 3,7%, que se sitúa dentro del rango meta (3 más o menos 1 pp). La política monetaria acompañó este proceso de recuperación y consolidación del crecimiento económico, al propender por mantener la inflación alrededor de su meta de largo plazo (3%) y la utilización de los recursos de la economía cerca de su capacidad potencial.

Después de que la economía mundial alcanzara un crecimiento de 5,2% en 2010, lo que parecía vislumbrar una salida definitiva de la crisis de 2008, el año pasado se produjo una desaceleración de la actividad global a una tasa de 3,8%, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI). Los factores que explican el menor crecimiento de 2011 se originaron en la crisis de la economía europea, la cual se fue profundizando a lo largo del año, hasta alcanzar un punto crítico en el cuarto trimestre. Si bien las dificultades de Grecia se conocían de tiempo atrás, en 2011 la situación de esa economía se agravó, ante la falta de un plan de rescate creíble que se fue posponiendo sucesivas veces en medio de las tensiones políticas entre los principales gobiernos europeos sobre cómo repartir los costos del mismo. Esa inacción tan prolongada frente a una crisis que empeoraba menoscabó la confianza en la región y generó síntomas de contagio que inicialmente afectaron a otros países como Irlanda y Portugal. Posteriormente, se extendió a las grandes economías de España e Italia, lo que hizo llegar a temer por la propia viabilidad del euro, ante el peligro de una insostenibilidad generalizada de la deuda pública en esos países.

La economía de los Estados Unidos, por su parte, ha venido mostrando señales encontradas a lo largo de 2011 y comienzos del presente año. Si bien su producto interno bruto (PIB) se desaceleró de 3% en 2010 a 1,7% en 2011, su desempeño ha venido mejorando paulatinamente. En el primer semestre de 2011 la interrupción de la cadena de suministros japonesa, el debate alrededor del techo de la deuda pública y los elevados precios del petróleo se reflejaron en un lento ritmo de la actividad económica estadounidense, que apenas alcanzó un crecimiento (trimestral anualizado)

de 0,4% en el primer trimestre y de 1,3% en el segundo. No obstante, a medida que algunos de estos factores se fueron superando, y que dicha economía mostró resistencia frente a la crisis europea, la confianza se empezó a recuperar, el gasto de los hogares alcanzó mayor dinamismo, y la actividad manufacturera comenzó a expandirse. De esta manera, en el tercer trimestre el PIB de los Estados Unidos creció 1,8% (trimestral anualizado) y en el cuarto trimestre lo hizo en 3,0%. Este desempeño puede considerarse como favorable, si se tiene en cuenta que los desbalances estructurales que dieron origen a la crisis aún no han terminado de superarse. Como reflejo de esta mejoría, la tasa de desempleo en ese país ha comenzado a descender, las solicitudes de seguro de desempleo han caído, y la confianza de los consumidores y su nivel de consumo muestran signos positivos.

Al igual que en años anteriores, durante 2011 las economías emergentes lideraron el crecimiento mundial, aunque a un ritmo algo menor. El FMI estima que estos países se expandieron 6,2% en 2011 frente al 7,3% alcanzado en 2010. El menor ritmo de actividad obedeció, en parte, al deterioro de la demanda externa, así como al efecto rezagado de políticas monetarias y fiscales restrictivas que varios de estos países en Asia y América Latina adoptaron en 2010, al detectar síntomas de recalentamiento.

En este contexto mundial tan desigual, que continúa siendo incierto hacia futuro, la economía colombiana logró un comportamiento sobresaliente. El PIB, que en 2010 había alcanzado una expansión de 4,0%, en 2011 continuó reportando resultados cada vez mejores, hasta alcanzar un máximo de 7,5% en el tercer trimestre. Esta última tasa es comparable con algunos de los crecimientos trimestrales observados en 2006 y 2007, cuando la producción mundial se expandía a un elevado ritmo, y la demanda externa contribuía de forma importante a esta dinámica. Aunque en el cuarto trimestre la actividad económica se moderó (6,1%), como resultado del debilitamiento de la demanda externa y del retiro

progresivo del estímulo monetario, para todo 2011 la economía colombiana alcanzó una cifra de 5,9%, que representa uno de los más altos crecimientos en décadas. Sin duda este resultado muestra que Colombia ha logrado resistir el choque negativo proveniente de la crisis europea, en condiciones en las que los Estados Unidos, su principal socio comercial, crece a tasas moderadas.

El crecimiento económico favorable en 2011, en medio de un contexto externo tan deteriorado e incierto, residió en el fortalecimiento de la demanda interna, la cual se expandió 8,8%, comparable con el período de auge registrado en 2006. Como se detalla en este informe, dentro de la demanda interna el gasto más dinámico fue la inversión en capital fijo, que creció a una tasa de 16,6%, la segunda más alta desde 2000. En este rubro, estimulado por los altos precios internacionales de productos básicos y por las bajas tasas de interés comerciales que predominaron en la mayor parte del año, se destaca la inversión en maquinaria y equipo, y equipo de transporte. Igualmente, la inversión en edificaciones (incluida vivienda) mostró un comportamiento dinámico aumentando 5,3%, lo que contrasta con dos años consecutivos de disminuciones. La inversión en obras civiles mantuvo también una expansión importante (6,7%), superior al promedio observado en los dos años anteriores.

Al igual que la inversión, en 2011 el consumo de los hogares mostró un dinamismo comparable con el de períodos de auge, al expandirse 6,5%, casi dos puntos porcentuales (pp) por encima del observado en 2010. Los rubros que más impulsaron este agregado fueron los bienes durables y semidurables, con tasas de crecimiento promedio cercanas al 20%. El consumo de este tipo de bienes estuvo favorecido por la abundancia de crédito a tasas de interés relativamente bajas, como también por la creciente confianza de los consumidores.

Desde el punto de vista de las ramas de actividad, las que más aportaron al crecimiento de 2011 fueron minería, transporte y

comunicaciones, y comercio. Al igual que en los últimos cuatro años, el primer sector continúa mostrando ritmos de expansión de dos dígitos, impulsado por la creciente producción petrolera estimulada por los altos precios del crudo, las condiciones favorables para la inversión, y un relativo éxito en materia exploratoria. La extracción de carbón y de otros minerales también mostró un buen ritmo gracias a los altos precios internacionales y a los elevados flujos de inversión extranjera. De otra parte, el buen desempeño de los sectores de transporte y comunicaciones, y comercio, fue congruente con el comportamiento del consumo de los hogares.

El crecimiento económico de 2010 que continuó afianzándose en 2011 ha comenzado a tener efectos positivos en el mercado laboral. Al respecto se han venido observando importantes avances en materia de creación de empleo, con aumentos históricamente altos, lo que se ha traducido en una significativa reducción en la tasa de desempleo, llevándola a niveles que no se veían en décadas. En el nivel nacional la reducción en esta última tasa es particularmente significativa, si se tiene en cuenta que se ha producido en un contexto en el cual la oferta laboral, medida por la tasa global de participación, ha venido aumentando. Esto significa que aquellas personas que decidieron entrar a participar en el mercado laboral en búsqueda de un empleo han logrado encontrar oportunidades laborales. Los sectores que han tenido mayor dinamismo en la creación de puestos de trabajo han sido los de comercio, industria, construcción y servicios. Este comportamiento en el mercado laboral confirma el robusto crecimiento económico, impulsado en especial por la dinámica de la demanda interna. A pesar de lo anterior, la participación del sector informal en el mercado del trabajo es elevada y la tasa de desempleo de Colombia sigue siendo una de las más altas en América Latina.

La política monetaria ha venido acompañando este proceso de recuperación y consolidación del crecimiento económico, cumpliendo el papel que le corresponde, al

propender por mantener la inflación alrededor de su meta y la utilización de los recursos de la economía cerca de su capacidad normal. Ello debe contribuir a que el crecimiento sea sostenible para no caer en los tradicionales excesos que la experiencia, de manera reiterada, ha demostrado que son muy costosos para el bienestar. Con ese propósito, a partir de febrero de 2011 se empezó a retirar paulatinamente el estímulo monetario, mediante nueve incrementos de 25 puntos básicos (pb) en la tasa de interés de política. Así, la tasa repo de expansión a un día pasó de un nivel de 3%, propio de una economía que amenazaba con entrar en recesión, a uno de 5,25%, más consistente con una demanda interna dinámica y con una brecha de producto positiva.

Cada decisión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) se ha tomado a partir de un riguroso análisis de la situación y perspectivas de la economía, y de una cuidadosa valoración de riesgos. En particular, cuando la amenaza de una crisis en Europa se agudizó a partir de septiembre pasado, se decidió hacer una pausa prolongada en el proceso de ajustes, a la espera de mayor información que permitiera tener más claridad sobre la suerte de la región y su capacidad de contagio a la economía colombiana. Este proceso se retomó en noviembre, cuando se llegó a la conclusión de que la economía colombiana mostraba un fuerte dinamismo a pesar de las condiciones externas adversas.

El incremento de la tasa de política llevado a cabo en Colombia se ha venido transmitiendo a las tasas de interés activas y pasivas de la economía, tanto en términos nominales como reales. Esto ha contribuido a que la rápida tendencia al endeudamiento que se observó a lo largo de 2011 empiece a moderarse, especialmente el de las empresas. No obstante, el crédito sigue creciendo a tasas altas. En febrero de este año la cartera total del sistema financiero aumentó a una tasa anual real promedio cercana al 16% y el crédito de consumo lo ha venido haciendo al 21%. Este es un comportamiento que durante el último año se ha observado en varios países de América Latina,

donde, al igual que en Colombia, la participación de la cartera como proporción del PIB se ha incrementado.

Ante la rápida dinámica de la expansión del crédito en nuestro país, la JDBR ha sido en especial cuidadosa al hacer periódicamente un monitoreo de la calidad del crédito y de los riesgos para el sistema financiero. Como se reporta en este informe, no se advierte ningún incremento en los indicadores de mora ni deterioro en la calidad de la cartera, los cuales pudieran comprometer la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, durante el cuarto trimestre de 2011, el crecimiento de la cartera riesgosa para consumo y microcrédito ha venido aumentando, por lo cual es importante continuar vigilando estos indicadores.

En un contexto de elevado crecimiento económico, expansión de la demanda interna y dinámica generalizada del crédito como el descrito, la inflación en 2011 tuvo una tendencia creciente, al concluir el año en 3,73% frente a 3,17% observado en 2010. Aunque no es un resultado que pudiera catalogarse como un desborde inflacionario —pues se sitúa en el rango de 2% a 4%—, sí es un comportamiento que despierta la preocupación de la JDBR, al ver que en 2011 la inflación continuó alejándose de la meta de 3% establecida para el largo plazo. La autoridad monetaria no puede ser complaciente con esta situación, en un entorno en que las expectativas de inflación a uno o más años se sitúan cerca de 4%, y donde la demanda crece a niveles que pudieran llevar al agotamiento de la capacidad ociosa. Por esta razón, la JDBR ha venido adoptando las decisiones que considera oportunas y adecuadas, tal como se anotó.

La evolución de la inflación anual al consumidor en los dos primeros meses de 2012 comienza a mostrar resultados alentadores. En febrero la variación anual del IPC se situó en 3,55%, descendiendo casi 20 pb frente al dato de finales de 2011, interrumpiendo así su tendencia a alejarse de la meta de 3%. En el mismo período el promedio de los indicadores de inflación básica también descendió ligeramente, de 3,15% a 3,05%. Este mejor

comportamiento se logró a pesar de que los precios de los combustibles han continuado aumentando, como resultado de las mayores cotizaciones internacionales del petróleo. Dos rubros contribuyeron a esta mejoría. En primer lugar, la variación anual en el precio de los alimentos comenzó a ceder gracias a que la normalización de las lluvias ha permitido recuperar la oferta en este sector. De otro lado, la variación en el precio de los bienes transables también ha disminuido, en parte por la menor tasa de cambio. La corrección que se advierte en la inflación básica en los primeros dos meses del año podría ser un síntoma de que el ajuste de la política monetaria comienza a operar en forma debida. Los pronósticos del equipo técnico indican que esta tendencia favorable de la inflación al consumidor podría continuar en los próximos meses.

Durante 2011 las condiciones cambiantes de la economía nacional e internacional determinaron períodos distintos en el comportamiento de la tasa de cambio nominal, en un contexto donde el Banco de la República intervino en el mercado cambiario durante los primeros nueve meses del año, mediante subastas diarias de US\$20 millones (m). Fue así como entre enero y finales de junio de 2011 el peso colombiano tendió a apreciarse en medio de una disminución de las primas de riesgo y de las expectativas de una mejora en la calificación de la deuda pública, que finalmente le fue otorgada al país en mayo y junio. Posteriormente, entre agosto y diciembre de 2011 se observó una tendencia a la depreciación del peso, asociada con el nerviosismo de los mercados por la agudización de la crisis en Grecia y otros países europeos y las menores perspectivas de crecimiento de la economía mundial anunciadas por el FMI. Estos comportamientos opuestos de la tasa de cambio del peso frente al dólar en el transcurso del año tendieron a compensarse, por lo cual la comparación de la tasa de cambio nominal entre finales de 2011 y un año atrás solo registra una depreciación de 1,5%. Por su parte, la tasa de cambio real, al tener en cuenta los diferenciales de inflación entre países sugiere

un mejor diagnóstico sobre la competitividad de Colombia, mostrando que durante 2011 el peso colombiano se depreció frente a las monedas de los principales socios comerciales. El Informe presenta un análisis detallado de estos indicadores y de las variables que los determinan.

Durante los dos primeros meses de 2012 de nuevo empieza a manifestarse una tendencia a la apreciación tanto en términos nominales como reales. Ello como resultado de la menor incertidumbre sobre la suerte de la economía europea, los mejores datos que se han dado a conocer sobre el desempeño de la economía de los Estados Unidos, y la renovada confianza en la economía colombiana, respaldada por su buen desempeño durante 2011 y las perspectivas favorables para el presente año. En este contexto, el pasado 6 de febrero se reinició el programa de intervenciones mediante subastas competitivas por US\$20 m diarios, que se había interrumpido el 30 de septiembre de 2011. Hasta el momento la JDBR ha anunciado que dichas intervenciones se prolongarán al menos hasta el mes de agosto, por montos de por lo menos US\$20 m diarios.

Como se describe en este Informe, las perspectivas económicas para 2012 son positivas, con un crecimiento que se estima podría ubicarse en un rango entre 4% y 6%, dependiendo de lo que pueda ocurrir con la situación en Europa y sus efectos sobre la economía mundial y la colombiana. Si bien es previsible un menor dinamismo de la demanda mundial, la expansión de las economías emergentes contribuirá a mantener elevados los precios de las materias primas, favoreciendo el flujo de inversión extranjera hacia el país y el ingreso nacional mediante favorables términos de intercambio. También cabe esperar que se mantenga el dinamismo de la demanda privada, como resultado de la confianza de consumidores e inversionistas, que continúa en niveles históricamente altos. Lo anterior probablemente será complementado por el crecimiento de la inversión pública. Los indicadores líderes de actividad económica para

los primeros dos meses de 2012 confirman el buen desempeño que continúa teniendo la economía colombiana.

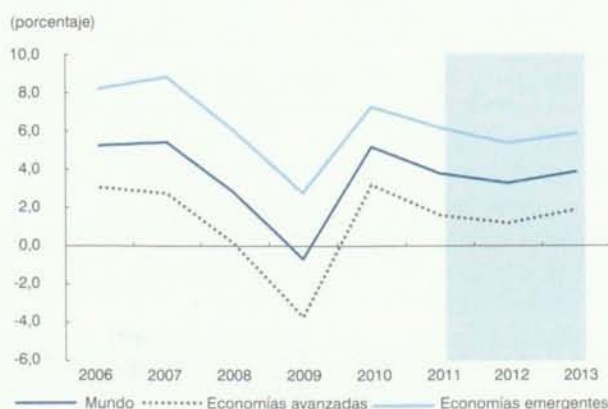
Este *Informe al Congreso* contiene cuatro capítulos. En el primero se hace un examen del contexto internacional, donde se analizan los antecedentes y el desarrollo de la crisis en Europa, así como el desempeño de las economías desarrolladas y emergentes en 2011 y sus perspectivas para 2012. El capítulo II hace un minucioso balance de los resultados de la economía colombiana en 2011 en términos de actividad económica, empleo, sector financiero y sector externo, a la vez que describe las principales características de la política monetaria, fiscal y cambiaria que contribuyeron a la estabilidad macroeconómica; además, se analizan las perspectivas para el presente año. El tercer capítulo examina el comportamiento de las reservas internacionales, en cuanto a su composición, políticas de administración, desempeño de las inversiones y estado de las reclamaciones. Finalmente, el cuarto capítulo describe la situación financiera del Banco de la República. Como es costumbre, el informe incluye diversos recuadros que profundizan en el examen de temas especiales para una mejor comprensión de la economía colombiana y mundial, así como de la labor del Banco de la República.

I. Contexto internacional

De acuerdo con el FMI la economía mundial se desaceleró, al pasar de crecer 5,2% en 2010 a hacerlo 3,8% en 2011. El desempeño de las economías emergentes lideró nuevamente la expansión global, mientras que el crecimiento de los países desarrollados continuó siendo inferior al de su nivel potencial, como consecuencia de los problemas estructurales que aún persisten en sus economías (Gráfico 1).

La desaceleración económica registrada en 2011 se explicó tanto por el menor dinamismo de los países emergentes como por el de los avanzados. En el caso de los primeros, las políticas fiscales y monetarias más restrictivas,

Gráfico 1
Crecimiento real del PIB



Fuente: FMI.

implementadas desde mediados de 2010, contribuyeron a que las tasas de crecimiento se moderaran. El deterioro de la demanda externa también fue otro hecho que los afectó; de esta forma, se dispararon las señales de riesgos de sobrecalentamiento que se habían detectado a principios de 2010 en algunos países de Latinoamérica y Asia¹.

En el caso de los países desarrollados, además de los efectos rezagados de la crisis financiera iniciada en 2008, se presentaron otros hechos que afectaron su actividad económica. En primer lugar, los problemas de deuda pública y las mayores tensiones financieras en Europa, que pusieron en riesgo la estabilidad del euro, deprimieron la confianza en la región y generaron una caída del PIB hacia finales de 2011. También se presentaron algunos choques transitorios, como el desastre natural de Japón y los altos precios del petróleo de principios de 2011, los cuales tuvieron

efectos negativos sobre la actividad real de las economías avanzadas.

El menor dinamismo de la demanda externa ayudó a moderar el alza de los precios internacionales de los bienes básicos, en especial a partir de la segunda mitad de 2011. Para el caso del petróleo, las tensiones geopolíticas de Oriente Medio y el Norte de África, así como la interrupción en la producción de crudo en Libia, incrementaron de manera significativa los precios durante la primera parte del año, situación que se revirtió paulatinamente con la mayor producción por parte de otros países petroleros. De esta forma, en 2011 el precio promedio del petróleo se ubicó en niveles relativamente altos (para la referencia Brent este fue US\$111,5 el barril y para el West Texas Intermediate (WTI) US\$95 por barril; véase el sombreado de la página 13).

Para 2012 el FMI espera que la actividad económica mundial continúe desacelerándose, debido a la recesión que se pronostica en la zona del euro. Aunque en la actualidad este es el principal riesgo para la economía global, existen también otros factores que podrían amenazar el crecimiento. Entre estos se encuentran: el alto endeudamiento público de los Estados Unidos y Japón, la fuerte desaceleración en las economías emergentes, específicamente de China, y el aumento acelerado en los precios del petróleo causado por las tensiones geopolíticas en el Oriente Medio y el Norte de África.

La profundidad y la duración de la recesión en Europa dependerá, en parte, de las medidas fiscales regulatorias y monetarias que implementen las autoridades para salir de la crisis. Por su parte, aunque los Estados Unidos y Japón aún no enfrentan dificultades para financiar su gasto público, a pesar de sus altos niveles de endeudamiento, las calificadoras de riesgo están atentas a la evolución de sus cuentas fiscales. Por lo que en los próximos años estos dos países deberán diseñar políticas que les permitan llevar su deuda pública a un nivel sostenible para reducir los riesgos macroeconómicos de mediano y largo

¹ Como se señaló en el *Informe al Congreso* de julio de 2011 algunas economías latinoamericanas presentaban señales de sobrecalentamiento generadas en el cierre de la brecha del producto, la inflación creciente, los mayores déficits de cuenta corriente y el aumento en el crédito y en el precio de los activos. Así mismo, distintos países de Asia emergente se caracterizaban por un recalentamiento en los mercados de bienes y de activos.

COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS DE LOS BIENES BÁSICOS EN 2011

En los primeros meses de 2011 el precio internacional de los bienes básicos se mantuvo en niveles altos, aunque inferiores a los registrados antes de la crisis de 2008. El dinamismo de algunas economías emergentes y las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el Norte de África contribuyeron al encarecimiento de estos productos durante el primer semestre del año. Situación que después se revirtió de manera parcial ante el menor impulso de la demanda mundial.

Durante el año pasado productos como el cobre y el carbón presentaron valorizaciones promedio de 17% y 22%, respectivamente, inferiores a la variación promedio anual del precio del petróleo, que fue cercana al 32%. Sin embargo, en los últimos meses de 2011 y las primeras semanas de 2012 los precios de estos bienes registraron una tendencia decreciente como consecuencia de la desaceleración mundial, especialmente en China.

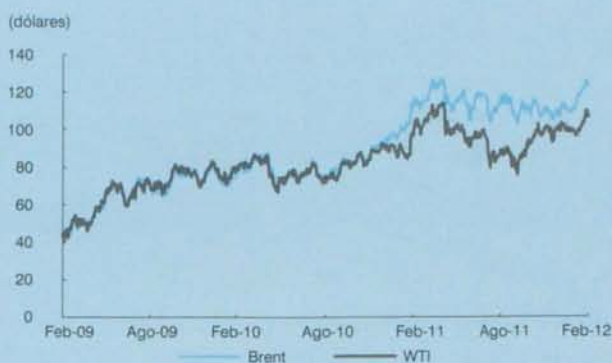
En relación con el mercado del petróleo, en mayo de 2011 el precio de referencia Brent¹ se ubicó en US\$127 el barril y cerró el año con un promedio de US\$111,5, superior al observado en 2010, cuando la cotización promedio fue de US\$79,6. El comportamiento del WTI fue similar, al promediar el año en US\$95 por barril. En los primeros meses de 2012 los precios han subido de nuevo ante las mayores tensiones por parte de Irán; así, entre enero y marzo la cotización promedio para el Brent ha sido de US\$118 y para el WTI de US\$103 por barril.

Vale la pena resaltar el distanciamiento que se presentó en los precios de referencia internacional Brent y WTI (Gráfico A). El promedio histórico de este margen ha sido de US\$2 en favor del WTI, pero desde noviembre de 2010

se ha venido ampliando en favor del Brent, y para octubre de 2011 aquel se encontraba por encima de los US\$20 frente al otro. Al parecer, esta diferencia ha sido consecuencia de la falta de arbitraje entre estos precios generada por los aumentos en los costos de transporte del crudo WTI, el cual debe movilizarse desde Oklahoma (Estados Unidos) (lugar donde se acopia y establece su cotización) hasta el Golfo de México.

Desde mediados del año 2010 la oferta de crudo en Oklahoma se ha incrementado considerablemente, como resultado de la mayor producción procedente de Dakota del Norte y de Canadá, al tiempo que la capacidad de transporte se ha visto reducida por la necesidad de cambiar el curso de algunos oleoductos para poder movilizar el crudo dentro del país. El aumento en la oferta interna de crudo y la imposibilidad de llevarlo a la costa implicó un distanciamiento entre la cotización WTI y la Brent. Hacia finales de 2011 este margen comenzó a reducirse ante la posibilidad de revertir el curso de uno de los oleoductos, lo que permitirá un mayor flujo de petróleo desde el interior de los Estados Unidos hacia la costa.

Gráfico A
Precios internacionales del petróleo



Fuente: Datastream.

1. De acuerdo con Ecopetrol, durante los últimos meses de 2011 el petróleo colombiano se vendió más siguiendo la referencia Brent que la WTI.

Gráfico B
Índice nominal de precios internacionales de los alimentos



Fuente: FAO.

En el caso de los alimentos, la normalización de algunos fenómenos climáticos, así como la desaceleración en la demanda externa, a partir de agosto de 2011 generó una caída de las cotizaciones internacionales (Gráfico B). Sin embargo, para enero de 2012 el mal clima en Suramérica y Europa afectó el comportamiento de los precios de algunos productos, los cuales volvieron a subir, a pesar del aumento en los inventarios de finales de 2011. Para el presente año es probable que estos precios se reduzcan ante la continua desaceleración en la demanda externa, lo que podría ayudar a moderar la inflación en distintas economías, en especial las de Asia emergente.

plazos. En cuanto a las economías emergentes, su reto es mantener un crecimiento sostenido de largo plazo y evitar desequilibrios macroeconómicos futuros.

A. Antecedentes de la crisis en Europa

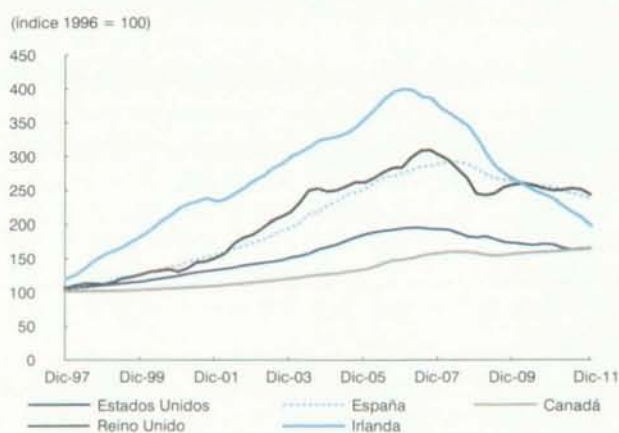
En primer lugar, la presencia de desbalances en la economía de los Estados Unidos, el alto nivel de deuda pública y de déficit en la cuenta corriente, el elevado nivel de apalancamiento de los hogares y la burbuja hipotecaria, así como la acelerada innovación financiera, fueron las principales causas identificadas como aquellas que desencadenaron la peor caída en la producción estadounidense desde la gran depresión de los años treinta.

Luego, la crisis financiera internacional de 2008-2009, la cual se presentó después de una sobrevaloración de los precios de la vivienda en los Estados Unidos, también hizo evidente dicho problema en algunas economías europeas, que además registraban una debilidad en sus finanzas públicas y en su sistema financiero. A lo anterior se sumaron los fuertes vínculos comerciales y financieros entre la zona del euro y los Estados Unidos, lo que generó una rápida propagación de la crisis a las economías del Viejo Continente.

En los años previos a la crisis (2001-2007) las economías europeas se caracterizaron por presentar disparidades en sus tasas de crecimiento. Así, mientras Italia y Portugal

evidenciaron una expansión del PIB por debajo de sus promedios históricos e inferior a la de los demás países de la región, como consecuencia de sus bajos niveles de competitividad; la economía griega creció por encima de su nivel potencial, apoyada principalmente en el excesivo endeudamiento tanto público como privado (Cuadro 1). Por su parte, en España e Irlanda el rápido incremento del precio de los activos, en especial el de la finca raíz (Gráfico 2), generó una expansión que no era sostenible en el mediano plazo, creando desbalances que se hicieron evidentes años después. En cuanto al crecimiento de las

Gráfico 2
Índice de precios nominales de la vivienda para algunas economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 1
Tasa de crecimiento del PIB para algunas economías europeas
(promedios por período)

	1970-1989	1990-2000	2001-2007	2008-2010
Italia	3,2	1,6	1,1	(1,7)
Portugal	4,1	3,1	1,1	(0,4)
Grecia	3,1	2,1	4,1	(2,3)
Irlanda	4,0	7,3	5,5	(3,8)
España	3,3	2,9	3,4	(1,0)
Francia	3,2	2,0	1,8	(0,4)
Alemania	2,5	2,2	1,4	(0,1)

Fuente: FMI.

economías grandes y competitivas de la región como Francia y Alemania, este continuó moderándose.

Adicionalmente, con la adopción del euro países como Grecia y Portugal pudieron emitir deuda pública a unas tasas de interés relativamente bajas, especialmente en los mercados externos. El menor costo de la deuda les permitió a estas economías financiar fácilmente su gasto tanto público como privado, al tiempo que generó los incentivos para incrementarlo de manera acelerada y llevarlo a una senda insostenible en el mediano plazo. La deuda pública como porcentaje del PIB de algunas economías europeas se incrementó con rapidez y en algunos casos superó el nivel de la producción (Gráfico 3). De esta forma, la emisión de deuda en mercados externos no solo incrementó la vulnerabilidad de las finanzas públicas de estos países ante un choque internacional, sino que también aumentó los riesgos de los tenedores de estos bonos.

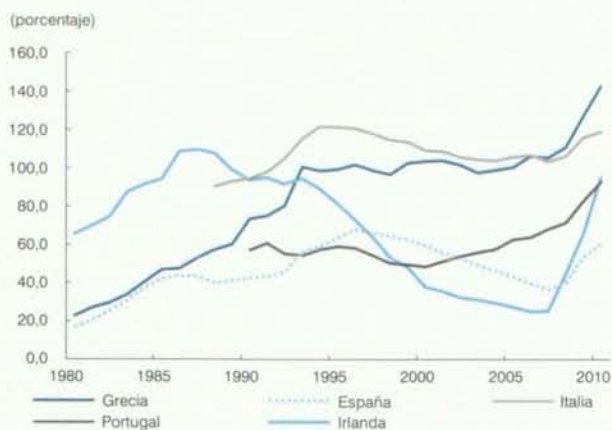
A su vez, la banca comercial de algunos países europeos también tuvo un mayor acceso al financiamiento externo barato, lo que permitió expandir de manera acelerada el crédito local y apoyar sectores en auge, como el de la construcción, generando un rápido

aumento en el precio de los activos. Esta situación estuvo, además, acompañada por un incremento en los déficits de cuenta corriente (Gráfico 4), lo que acrecentó la vulnerabilidad ante choques externos no solo del sistema financiero sino también del sector público.

El dinamismo de los sectores financiero y de la construcción en los países europeos (y en los Estados Unidos) llevó a un aumento de su participación en el PIB así como en la generación de empleo. El auge del sector inmobiliario provocó una alta dependencia de otras ramas de la economía hacia estas actividades. Por un lado, la banca comercial otorgó en su mayoría créditos a proyectos de construcción, sin diversificar de manera adecuada el riesgo de sus préstamos; y por otro, una fracción de los ingresos del gobierno dependía de la dinámica de dicho sector. Con esto, una desaceleración pronunciada en la construcción tendría fuertes implicaciones sobre los ingresos de los bancos y del Estado, situación que se evidenció tras los estallidos de las burbujas inmobiliarias en estos países.

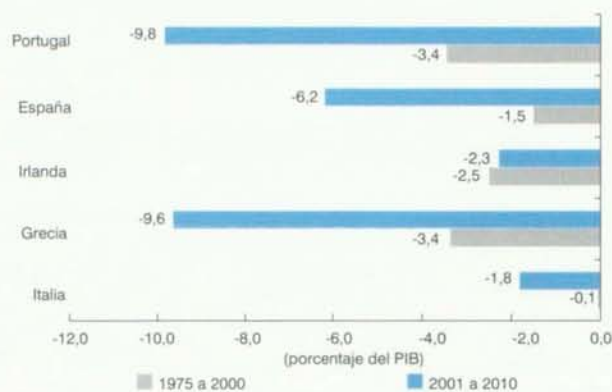
Además, en los años previos a la crisis la exposición de la banca comercial europea a los Estados Unidos era relativamente alta, dado que el sistema financiero mantenía una buena

Gráfico 3
Deuda pública como porcentaje del PIB para algunas economías europeas



Fuente: FMI.

Gráfico 4
Déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB (promedio por período)



Fuente: FMI.

proporción de títulos estadounidenses, entre estos, papeles hipotecarios y derivados de los mismos. Tras la quiebra de Lehman Brothers a finales de 2008 y el desplome en el mercado accionario estadounidense, los bancos europeos tuvieron que asumir pérdidas por las tenencias de estos títulos. Así mismo, durante la primera década del siglo XXI la banca comercial europea estimuló fuertemente el crédito de la región, incentivada en las bajas tasas de interés internacionales. Lo anterior generó un endeudamiento excesivo de los hogares y las empresas y contribuyó a la creación de desbalances en otros sectores de la economía que después deterioraron las finanzas públicas.

Luego del colapso de Lehman Brothers, las restricciones de liquidez se agudizaron y dificultaron la consecución de recursos por parte de la banca comercial, lo que generó un colapso en el canal del crédito que se tradujo en una desaceleración pronunciada de la demanda mundial. Las mayores dificultades que enfrentó el sistema financiero para conseguir recursos limitaron sus acciones e incrementaron su vulnerabilidad, al punto que algunos gobiernos tuvieron que inyectarle capital de manera masiva con el fin de evitar la quiebra de algunos bancos. La intervención estatal deterioró aún más las finanzas públicas en algunas economías de la zona del euro, situación que se vio reforzada con el menor crecimiento económico generado por la desaceleración de la demanda externa.

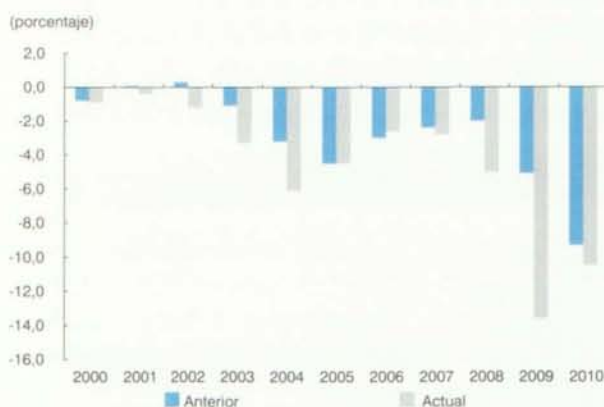
De esta forma, la interrupción en el canal del crédito y la posterior desaceleración del crecimiento global afectó considerablemente a Europa, en especial a los países periféricos que tenían una elevada deuda pública y cuyas economías eran altamente sensibles a los choques externos, como Grecia, Irlanda, Italia, España y Portugal.

En Irlanda, por ejemplo, la burbuja hipotecaria estuvo acompañada por un debilitamiento de la banca comercial, como consecuencia de los problemas de cartera del sistema financiero. Así mismo, los excesivos flujos de capital sin la debida moderación en la toma de riesgos transfronterizos incrementaron la

fragilidad de la economía. En 2008, cuando se hizo evidente la falta de solidez de los bancos irlandeses, el gobierno intervino a las principales instituciones financieras del país y nacionalizó al Anglo Irish Bank, ante su imposibilidad de refinanciar sus obligaciones de corto plazo. De esta manera, los problemas de deuda pública se incrementaron por el respaldo del gobierno al sector bancario.

Aunque la expansión acelerada de los sectores de construcción y financiero fue el común denominador en varias economías europeas, la situación de Grecia fue distinta, pues sus desbalances no provinieron del sector inmobiliario, sino del crecimiento excesivo del gasto del gobierno y del subreporte de las cuentas fiscales. En 2009, cuando el gobierno de turno reveló que el endeudamiento era significativamente superior al que se había estimado en un principio (Gráfico 5), las alarmas sobre la situación de Grecia se encendieron y los *spreads* de las tasas de interés de su deuda pública aumentaron de manera acelerada, haciendo la situación aún más insostenible². Una vez evidenciada la debilidad

Gráfico 5
Balance fiscal como porcentaje del PIB en Grecia



Fuente: Comisión Europea.

² La baja competitividad de la economía griega en un entorno de desaceleración mundial evidenció que el crecimiento de ese país era insuficiente para reducir los niveles de deuda, por lo que se vieron en la necesidad de solicitar ayuda al FMI y a los países de la región.

de Grecia, el mercado trasladó su atención a las otras economías endeudadas de la región, como Irlanda, Italia, Portugal y España.

En países como España e Irlanda el auge inmobiliario creó una senda de crecimiento insostenible, la cual se materializó con el incremento en las tensiones financieras globales y con la caída de la demanda externa. Aunque en España la deuda pública como porcentaje del PIB no es tan elevada como en otros países, el rápido crecimiento del déficit fiscal como consecuencia del menor recaudo y del incremento en el gasto, especialmente por subsidios de desempleo, ha aumentado las dudas sobre la sostenibilidad de su deuda, sobre todo, en momentos cuando el crecimiento del país es negativo. En el caso de Portugal, el excesivo endeudamiento del gobierno, unido al bajo crecimiento económico, ha dificultado la reducción de la deuda pública como porcentaje del PIB, especialmente en un entorno de baja competitividad.

De esta forma, la crisis financiera de 2008-2009 contribuyó a materializar las vulnerabilidades de algunas economías europeas, en especial las de la periferia, cuya debilidad radica en el alto endeudamiento tanto público como privado y en el crecimiento no sostenible de sus sectores financiero e inmobiliario. En algunos de los países mencionados los altos niveles de apalancamiento privado se tradujeron en un mayor endeudamiento público, en la medida en que los gobiernos se vieron en la necesidad de intervenir el sector financiero y nacionalizar algunos bancos. De igual manera, la recesión de los últimos años deterioró el recaudo fiscal y aceleró el crecimiento del déficit público en distintas economías. La anterior situación ha llevado a la zona del euro a enfrentar la peor crisis desde su creación y ha evidenciado las dificultades políticas y la falta de consenso de los líderes de la región para implementar medidas que le den una solución definitiva a la crisis.

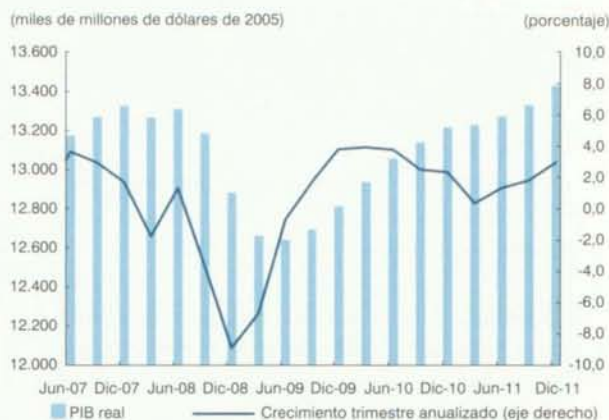
B. Evolución de los países desarrollados durante 2011 y proyecciones para 2012

1. Los Estados Unidos

En 2011 la economía estadounidense creció 1,7% anual, cifra inferior a la registrada en 2010, cuando se expandió un 3% (Gráfico 6). Este menor ritmo se explicó por la desaceleración de la inversión local y de las exportaciones, que pasaron de crecer en términos anuales de 17,9% y 11,3%, respectivamente en 2010, a hacerlo en 4,7% y 6,8%, en 2011. La caída del gasto del gobierno de 2,13% el año pasado también contribuyó a dicho comportamiento. Por su parte, el consumo de los hogares y las importaciones fueron los únicos componentes que aportaron positivamente al comportamiento del PIB.

Durante el primer semestre de 2011 los altos precios del petróleo y la interrupción en la cadena de suministros japonesa afectaron la actividad real en los Estados Unidos, limitando tanto el crecimiento de la industria manufacturera como el del consumo. El debate alrededor del manejo de las cuentas fiscales, que se presentó hacia mitad del año,

Gráfico 6
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

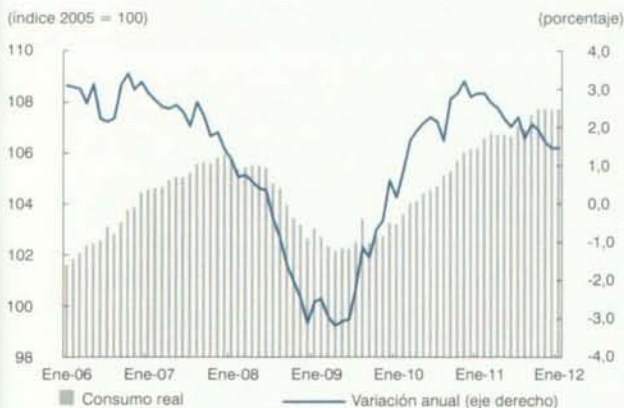
deprimió fuertemente la confianza de los empresarios y los consumidores, afectando su desempeño en los meses posteriores. En la medida en que los choques externos se fueron normalizando y la confianza se empezó a recuperar, el gasto de los hogares fue un poco más dinámico y la actividad manufacturera comenzó a expandirse. A pesar del repunte del consumo en septiembre y del crecimiento modesto en los siguientes dos meses, en diciembre el gasto de los hogares se contrajo

Gráfico 7
Indicadores de consumo en los Estados Unidos

A. Índices de confianza del consumidor



B. Consumo personal real
(ajustado estacionalmente)



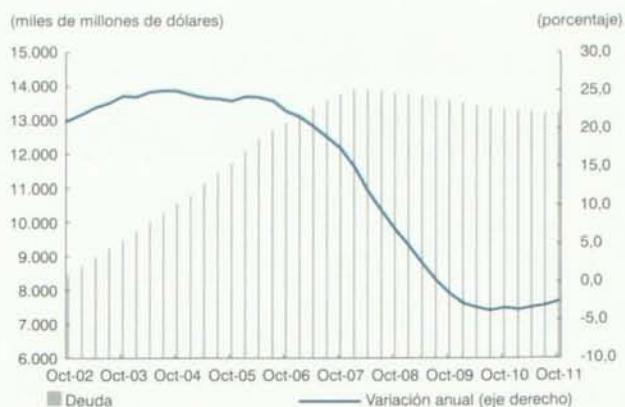
Fuentes: Bloomberg y Bureau of Economic Analysis.

ligeramente y se siguió desacelerando en términos anuales (Gráfico 7).

El crecimiento del PIB por debajo del promedio histórico sugiere que persisten los problemas estructurales de la economía estadounidense, impidiendo una mayor expansión en el corto plazo. La lenta recuperación de los mercados de trabajo y de vivienda, al igual que el alto nivel de endeudamiento tanto público como privado, siguen siendo las principales preocupaciones de las autoridades de dicho país y son los factores que más afectan la confianza de empresarios y consumidores. Si bien los hogares se han desapalancado desde los niveles alcanzados en 2008, la deuda aún es elevada (Gráfico 8), impidiendo una mayor expansión del consumo privado, rubro que representa cerca del 70% del PIB.

Como lo sugiere la evidencia de crisis financieras pasadas³, es probable que la economía estadounidense mantenga un crecimiento inferior al de su promedio histórico durante algunos años, en tanto la recuperación después de una crisis de este tipo suele ser lenta, dado que los efectos negativos sobre el mercado de activos, la producción, el

Gráfico 8
Deuda total de los hogares de los Estados Unidos



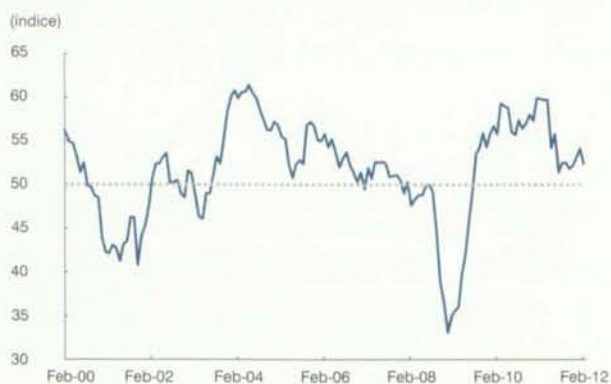
Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

³ Véase Reinhart y Rogoff (2008). "The Aftermath of Financial Crises", working paper 14656, National Bureau of Economic Research, NBER, julio.

empleo y las finanzas públicas no suelen solucionarse en el corto plazo. Por ejemplo, algunas crisis bancarias (como la de Finlandia en 1991, Hong Kong en 1997, Filipinas en 1997 y Colombia en 1998) se caracterizaron por caídas superiores al 30% en el precio de la vivienda, las cuales duraron en promedio cinco años para recuperarse. De igual manera, el incremento en la tasa de desempleo tras una crisis financiera, en algunos países como Suiza (1991), España (1971), Finlandia (1991), Estados Unidos (1929) y Colombia (1998) ha sido superior a 7 pp y su recuperación ha tardado cerca de un lustro. Así mismo, la caída en la producción (desde su nivel más alto) en algunos países con crisis financieras (por ejemplo: Malasia (1997), Finlandia (1991), Tailandia (1997), Indonesia (1997) y Argentina (2001)) fue superior al 9% y se demoró un poco más de dos años para retornar a los niveles previos a la crisis.

En 2011 y los primeros meses de 2012 el mayor crecimiento de la industria manufacturera de los Estados Unidos ha permitido una ligera recuperación del mercado laboral (Gráfico 9). A partir de septiembre su tasa de desempleo comenzó a reducirse y las solicitudes iniciales de seguro de desempleo mantuvieron una tendencia decreciente (Gráfico 10).

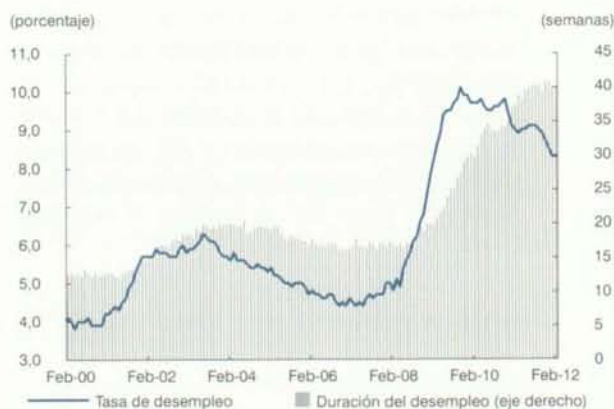
Gráfico 9
ISM manufacturero en los Estados Unidos



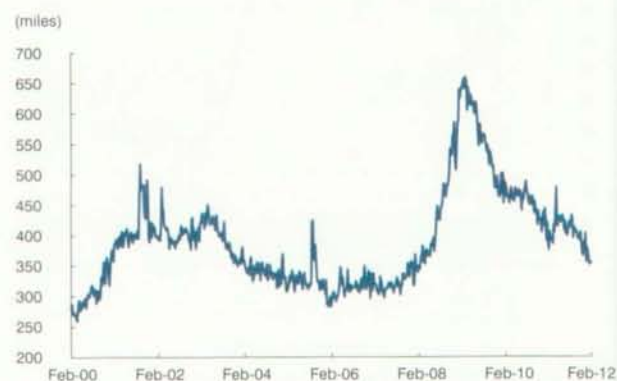
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10
Mercado laboral en los Estados Unidos

A. Tasa de desempleo y su duración en los Estados Unidos



B. Solicitudes iniciales de seguro de desempleo en los Estados Unidos



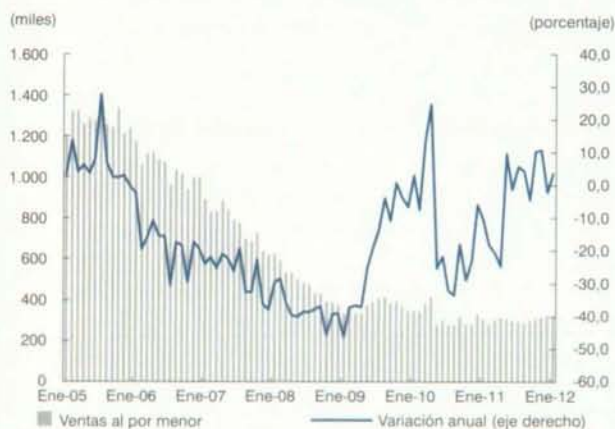
Fuente: Bloomberg.

Pese a lo anterior, la duración promedio del desempleo continúa siendo alta y la reducción en el número de desempleados no se atribuye totalmente a una mayor creación de empleo, ya que la oferta laboral ha disminuido en los meses recientes. Esto último puede estar respondiendo a dos tendencias que han acelerado la salida de personas del mercado de trabajo. Por un lado, el menor número de participantes se puede deber a una tendencia de largo plazo asociada con el envejecimiento de la generación del *baby boom*, la cual ya

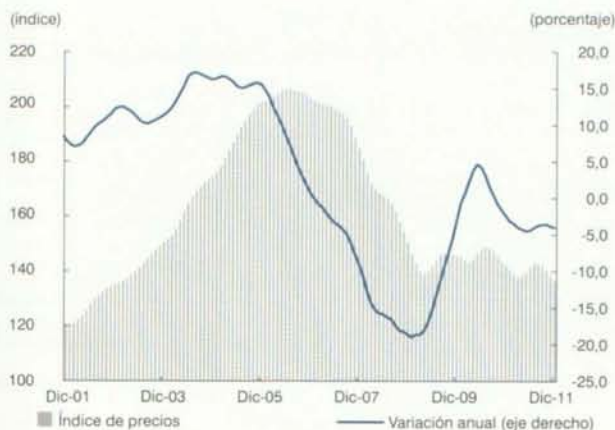
se encuentra en edad de pensión, o al simple desgaste de la gente para buscar empleo. Por otra parte, como es frecuente durante las crisis, una fracción de las personas desempleadas decide aumentar sus estudios con el fin de mejorar sus oportunidades laborales futuras dejando de demandar trabajo en el presente. De esta forma, aunque las perspectivas del mercado laboral han mejorado, las condiciones actuales aún distan de encontrarse en niveles saludables para la economía.

Gráfico 11

A. Ventas de vivienda nueva en los Estados Unidos



B. Índice de precios de la vivienda en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el mercado de vivienda continúa deprimido, y aunque en algunos meses ha mostrado señales positivas, las ventas y los precios siguen en niveles muy bajos (Gráfico 11). El menor dinamismo de este sector ha limitado el crecimiento del empleo, al ser no solo uno de los principales afectados con la crisis hipotecaria sino también uno de los causantes del aumento en el número de desempleados.

Dada la lenta recuperación de la economía estadounidense, su política monetaria se ha mantenido expansiva, continuando con sus estímulos pese a la finalización de la segunda ronda de relajamiento cuantitativo (QE2). Esta política se ha implementado en un entorno en el que la inflación básica mantiene una tendencia creciente, mientras que la total ha empezado a ceder en los últimos meses (Gráfico 12). Adicionalmente, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) decidió realizar una sustitución de su portafolio, intercambiando títulos de vencimientos cortos por aquellos de una duración mayor (operación *twist*) con el fin de mantener bajas las tasas de interés de largo plazo y aliviar los costos de la deuda hipotecaria. Esta medida ha tenido el efecto esperado, en tanto las tasas

Gráfico 12
Inflación total en los Estados Unidos

Fuente: Bloomberg.

hipotecarias se han reducido y han permanecido en niveles bajos (Gráfico 13).

En enero de 2012 la Fed comenzó a anunciar la senda futura de la tasa de interés de intervención y la meta de inflación para la economía, con el fin de anclar las tasas de más largo plazo y brindar una mayor transparencia a los mercados. Según los miembros de la Fed, en las condiciones actuales la tasa de interés se mantendría inalterada hasta finales de 2014.

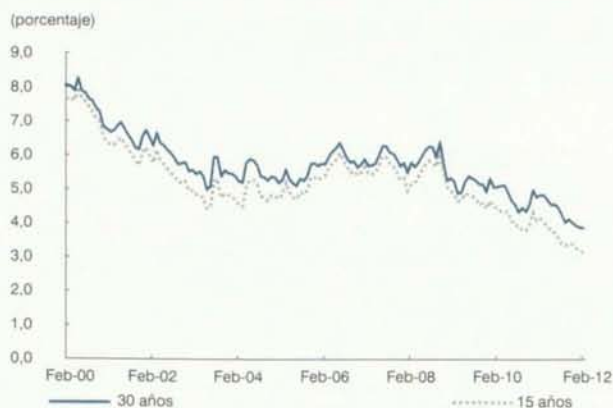
Por su parte, la falta de consenso de las autoridades en cuanto al manejo de las cuentas fiscales llevó a que a mediados de 2011 la agencia Standard & Poor's redujera la calificación de riesgo de los Estados Unidos, del nivel máximo AAA a AA+. Hacia la misma fecha, el Congreso de dicho país incrementó el límite de endeudamiento público, pues de lo contrario se habrían visto en la necesidad de declarar una moratoria técnica.

La información disponible para 2012 ha mostrado señales diversas para la economía estadounidense. Por un lado, el mercado laboral ha seguido mejorando y las ventas al por menor aumentaron ligeramente. De otra parte, después de haber presentado una tendencia positiva durante varios meses, la confianza de los consumidores cayó. En este sentido, para este año el FMI estima que la economía de los Estados Unidos crecerá 1,8%; sin embargo,

aunque la producción siguiera expandiéndose, el ritmo de crecimiento sería inferior a su promedio histórico⁴, como consecuencia de los desbalances estructurales que aún no han terminado de corregirse. Así, a pesar de la mejora relativa en algunos indicadores, la economía aún permanece débil y vulnerable ante choques externos. Es así como una caída fuerte en la producción de la zona del euro no solo provocaría una contracción de las exportaciones de los Estados Unidos (Gráfico 14), sino también una reducción en el precio de los activos financieros, un incremento en la incertidumbre (menor confianza de empresarios y consumidores) y mayores restricciones crediticias.

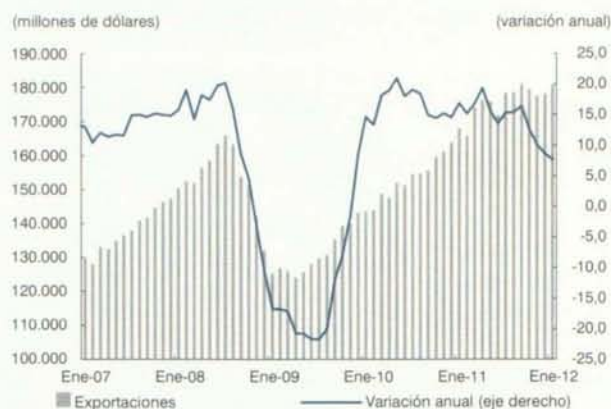
De acuerdo con distintos analistas, incluyendo al FMI, en los próximos años la economía estadounidense deberá hacer un ajuste en sus cuentas fiscales, con el fin de llevar su deuda pública como porcentaje del PIB a una senda sostenible en el largo plazo. En la medida en que esta decisión se posponga, la sostenibilidad de la deuda podría estar en juego y el nerviosismo de los inversionistas podría aumentar, generando una situación similar a la que enfrenta la zona del euro en estos momentos. Finalmente, para que esta economía

Gráfico 13
Tasas de interés hipotecarias en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14
Exportaciones de los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

⁴ El crecimiento promedio histórico para los Estados Unidos calculado entre 1947 y 2011 es de 3,2%.

retorne a un nivel de crecimiento similar a su promedio histórico, es esencial la recuperación en los mercados de trabajo y de vivienda.

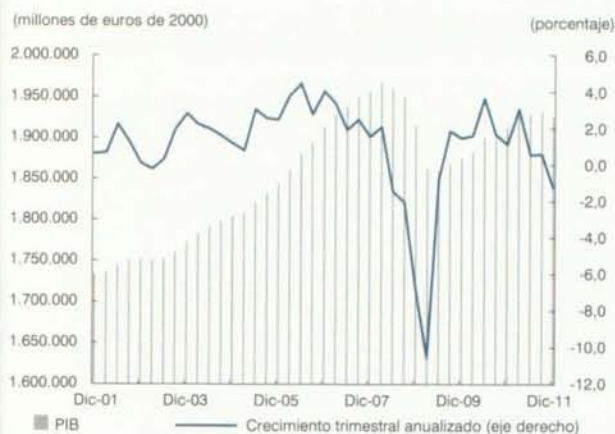
2. Zona del euro

A pesar de que en los primeros meses de 2011 la actividad económica de la zona del euro se aceleró, en especial por las economías grandes de la región (como Alemania y Francia), los problemas de deuda pública de los países de la periferia, junto con las mayores tensiones financieras, debilitaron la actividad real. Así, en el cuarto trimestre del año la producción de la región se contrajo 0,3% en términos trimestrales, lo que implicó una desaceleración del crecimiento anual al pasar de 1,4% en el tercer trimestre a 0,9% en el cuarto.

En 2011 el crecimiento anual de la región fue 1,5%, menor al de 2010 cuando se expandió 1,9% (Gráfico 15). La desaceleración de la actividad económica respondió, en parte, al detrimento de la confianza de los empresarios y los consumidores (Gráfico 16), a las mayores restricciones crediticias por parte de los bancos comerciales (Gráfico 17) y a la menor demanda interna, generada en el alto desempleo de varios países de la zona.

Por países, la situación de las economías de la periferia continúa siendo desalentadora,

Gráfico 15
PIB real de la zona del euro



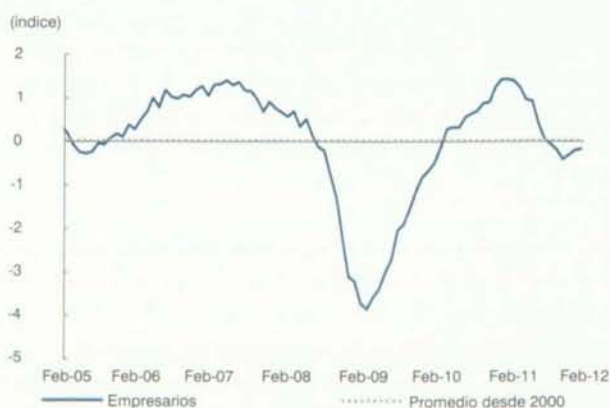
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Gráfico 16

A. Índice de confianza del consumidor de la zona del euro



B. Índice de confianza de los empresarios de la zona del euro



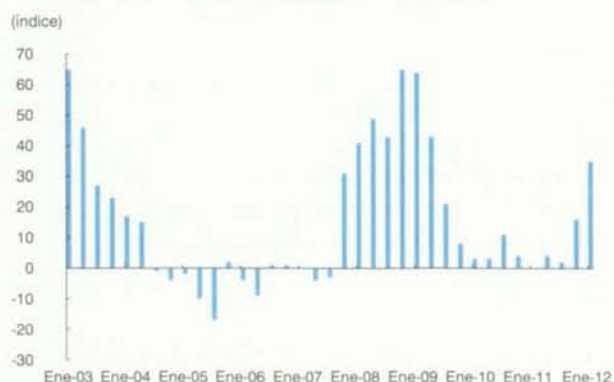
Fuente: Bloomberg.

dada la caída de la producción a final de año. Así, entre septiembre y diciembre el producto se contrajo 0,3% en España, 0,7% en Italia y 1,3% en Portugal. Por su parte, durante el cuarto trimestre del año en Grecia la producción cayó 7% en términos anuales⁵.

El pobre desempeño de estos países se ha reflejado en el comportamiento de sus sectores productivos, al igual que en la dinámica de su mercado laboral. En Grecia, por ejemplo, la

⁵ Para este país, no se han publicado los cálculos del crecimiento trimestral de septiembre a diciembre de 2011.

Gráfico 17
Estándares de crédito en la zona del euro^{a/}



a/ Corresponden al balance de la pregunta "¿En los últimos tres meses cómo han cambiado los estándares de crédito aplicados al momento de otorgar préstamos a las empresas?", formulada a los bancos comerciales de la región.

Fuente: Bloomberg.

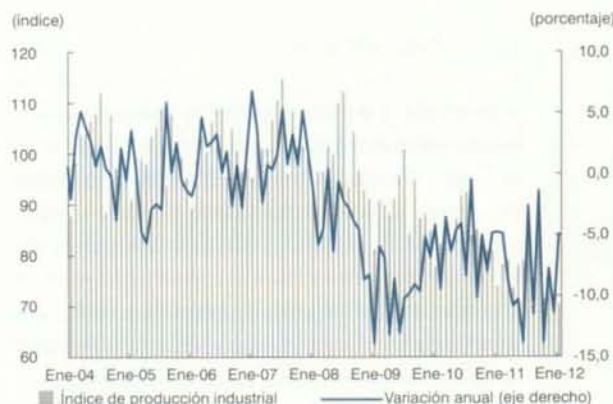
producción industrial siguió contrayéndose y en diciembre disminuyó 11,4% anual (Gráfico 18, panel A), al tiempo que la tasa de desempleo siguió aumentando hasta llegar a 20,9% en noviembre de 2011. De forma similar, en España la industria completó varios meses de crecimiento anual negativo (Gráfico 18, panel B), mientras que el número de desempleados superó los 4,5 millones, cifra que en la actualidad corresponde a su máximo histórico.

La información sobre la actividad industrial y los índices de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios en Alemania y Francia permiten inferir también un deterioro en su actividad real durante los últimos meses de 2011 (Gráfico 19). En el cuarto trimestre del año la producción en Francia se expandió 0,2%, mientras que en Alemania y en el Reino Unido se contrajo 0,2%, con respecto al trimestre anterior.

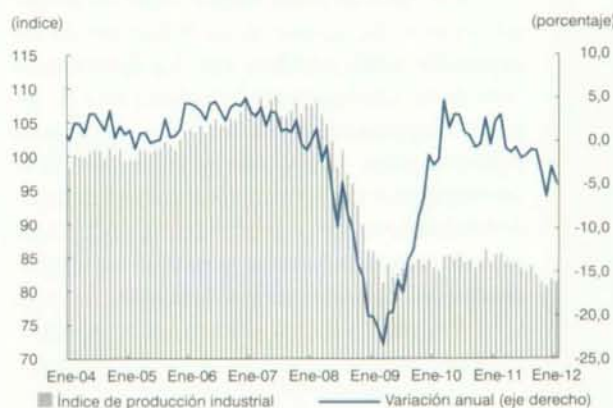
En cuanto a la evolución de los problemas de la deuda pública, a partir de junio de 2011 la incertidumbre retornó a los mercados internacionales como consecuencia de la tardanza en la aplicación de los programas de ajuste fiscal en Grecia, los pobres resultados en términos de la reducción de su déficit público y la contracción en su producción. Las

Gráfico 18

A. Índice de producción industrial de Grecia



B. Índice de producción industrial de España



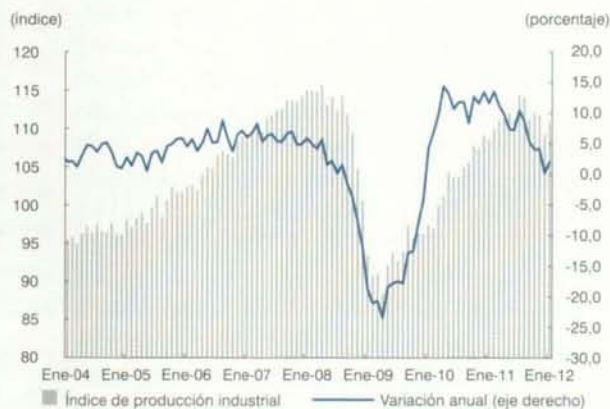
Fuente: Datastream.

mayores tensiones se tradujeron en un incremento significativo de las primas de riesgo de varios países de la periferia (principalmente de Grecia), los cuales comenzaron a ver amenazada la sostenibilidad de su deuda debido a los mayores costos de financiamiento (Gráfico 20).

Países como España e Italia también resultaron perjudicados con la mayor incertidumbre internacional, al punto que sus primas de riesgo se ubicaron en niveles similares a los que obligaron a Irlanda, Grecia y Portugal a solicitar ayudas a la Unión Europea y al FMI. Las mayores presiones en los mercados

Gráfico 19

A. Índice de producción industrial de Alemania



B. Índice de producción industrial de Francia



Fuente: Datastream.

de deuda pública llevaron al Banco Central Europeo (BCE) a comprar títulos de estos países con el fin de evitar un crecimiento desmesurado en los costos de financiamiento. Por su parte, las autoridades económicas en España e Italia se vieron en la necesidad de realizar mayores ajustes fiscales con el fin de dirigir sus deudas públicas hacia una senda sostenible de mediano plazo.

Desde octubre de 2011 las autoridades europeas comenzaron a tomar medidas para contener la crisis de deuda de la región y evitar un colapso del sistema financiero, ayudando así a recuperar parcialmente la confianza

Gráfico 20

Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años para algunos países de Europa



Fuente: Bloomberg.

de los mercados, los cuales cotizaron en terreno positivo durante algunas semanas. En su comunicado del 26 de octubre la Comisión Europea anunció una mayor disciplina fiscal, al igual que un incremento en las necesidades de capital de alta calidad para los bancos comerciales, la creación de un fondo de ayuda permanente con más recursos que el actual y una mayor participación del sector privado en la reestructuración de la deuda griega. Aunque en un principio las medidas fueron bien recibidas por los mercados, la incertidumbre retornó cuando estos empezaron a tener dudas sobre cómo serían ejecutadas.

En diciembre de 2011 una nueva ola de optimismo regresó a los mercados internacionales como consecuencia de la intervención del BCE y el apoyo de otros bancos centrales al sistema financiero de la región. En su última reunión del año tal organismo disminuyó la tasa de interés de intervención en 25 pb, redujo la reserva requerida de los bancos comerciales y decidió otorgar apoyos masivos de liquidez al sistema financiero. Esto último lo hizo mediante préstamos a tres años con tasas de interés históricamente bajas, los cuales sumaron en total €489 mil millones (mm) y se distribuyeron en 523 bancos. En febrero de 2012 el BCE decidió de nuevo inyectar dine-

ro al sector financiero con préstamos por un valor de €529,5 mm que beneficiaron a 800 bancos comerciales, lo que implicó un crecimiento significativo del balance del BCE en los últimos meses.

Aunque uno de los objetivos de dicho organismo es la reactivación del crédito de la región con el fin de evitar una situación similar a la de 2008-2009, los bancos comerciales han seguido incrementando sus exigencias crediticias, lo que ha limitado la oferta de préstamos. No obstante, la mayor liquidez ha favorecido las subastas de bonos de deuda pública de España e Italia, cuyas primas de riesgo se redujeron en las primeras semanas de 2012 y se han apartado de la situación griega. Lo anterior sugiere que las medidas tomadas por las autoridades europeas para contener la crisis y evitar una mayor propagación pueden estar siendo efectivas.

Por su parte, Grecia solicitó un segundo plan de ayuda a las autoridades europeas e inició negociaciones con el sector privado para reestructurar su deuda pública. Lo anterior ha implicado mayores ajustes fiscales, que incluyen medidas como reducir el salario mínimo y el número de empleados públicos, entre otros. El pasado 21 de febrero la Comisión Europea anunció la aprobación de un segundo plan de ayuda a Grecia, el cual está sujeto a una serie de restricciones a este país, tales como una mayor vigilancia de las cuentas públicas mediante una representación permanente de la *Troika* y un incremento en la participación del sector privado en la reestructuración de la deuda pública. Así, el pasado 8 de marzo los acreedores privados aceptaron un intercambio de bonos griegos por otros con un valor nominal inferior, menores tasas de interés y a un mayor plazo. Con este “recorte” de la deuda pública y el nuevo plan de ayuda se pretende reducir el déficit fiscal actual, cercano al 160% del PIB, a 120,5% en 2020.

Pese a los nuevos programas de ajuste fiscal, las calificadoras de riesgo han continuado rebajando las notas crediticias de algunos países de la zona del euro, argumentando que los niveles de crecimiento actual y sus perspectivas futuras son insuficientes para lograr que la

deuda pública como porcentaje del PIB retorne a niveles sostenibles en los próximos años. Así, a principios de 2012 la agencia Standard & Poor's redujo la calificación de riesgo de distintos países, entre estos Francia⁶, ya que, según la calificadora, aunque la deuda pública en este país no representa una amenaza en el corto plazo, la alta exposición de su economía a otros países endeudados, como Italia, sí genera riesgos potenciales para su estabilidad.

Dado lo anterior, el FMI prevé que en 2012 la zona del euro caiga 0,5% como consecuencia del menor dinamismo de la demanda interna, generado en los problemas fiscales de las economías de la periferia y las mayores restricciones crediticias. La contracción en la producción se daría durante los primeros meses del año y se recuperaría paulatinamente en la segunda mitad debido al mayor empuje de economías como Alemania y Francia.

3. *Japón*

En 2011 la economía japonesa se contrajo 0,73% como consecuencia del desastre natural de principios de marzo, el cual interrumpió durante varios meses la cadena de suministros y afectó la provisión de energía en varias regiones del país (Gráfico 21). Aunque durante el tercer trimestre su crecimiento repuntó debido a una fuerte recuperación de las exportaciones, este comportamiento se revirtió en los últimos tres meses del año, cuando las ventas externas se desaceleraron, afectadas posiblemente por las inundaciones en Tailandia. En términos trimestrales las exportaciones cayeron 3,1% en los últimos tres meses, después de haberse expandido 8,6% entre julio y septiembre. Por el contrario, las importaciones continuaron creciendo debido a las mayores compras de energía, que han sido necesarias para sustituir la menor generación en las plantas

⁶ Entre enero y febrero de 2012 la agencia Standard & Poor's redujo también las calificaciones de riesgo de Austria, Italia, España, Grecia, Portugal, Malta, Eslovenia, Eslovaquia y Chipre. De manera similar, la agencia Moody's disminuyó las calificaciones de riesgo de Italia, Portugal, España y Grecia, entre otros.

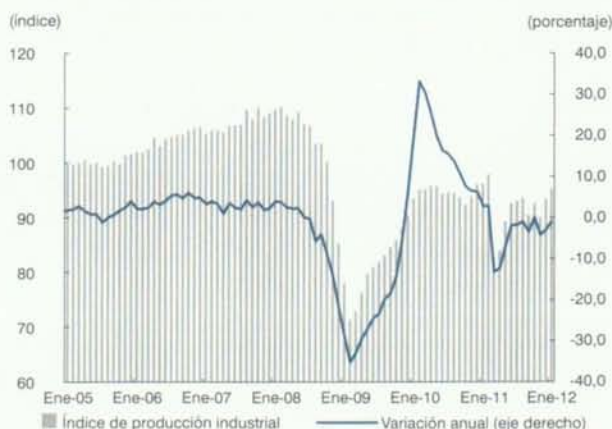
Gráfico 21
PIB real de Japón



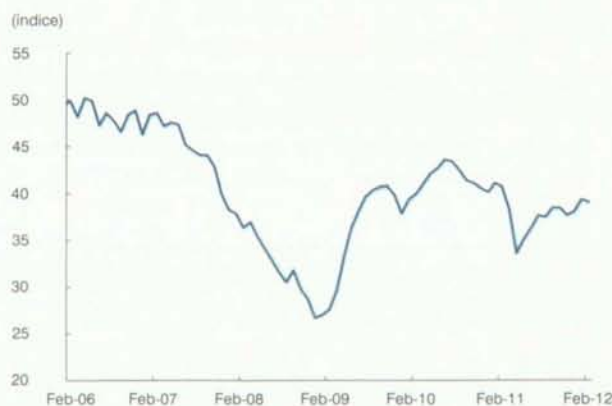
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 22

A. Índice de producción industrial de Japón



B. Índice de confianza del consumidor de Japón



Fuente: Bloomberg.

nucleares del país. La caída en las exportaciones y el mayor nivel de importaciones en 2011 generaron por primera vez en treinta años un déficit comercial en Japón.

Aunque el consumo de los hogares se contrajo en el primer trimestre de 2011, este se recuperó moderadamente en los últimos meses, contrarrestando el menor apoyo del sector externo. Así mismo, el gasto del gobierno presentó una dinámica positiva debido a las labores de reconstrucción tras el desastre natural de marzo. Recientemente, la confianza de los hogares ha mejorado de modo leve; sin embargo, la actividad industrial aún no recupera los niveles previos al desastre y no confirma una tendencia alcista en el corto plazo (Gráfico 22). Pese a ello, para 2012 el FMI espera que la economía nipona se expanda 1,7% debido a las obras de reconstrucción y a la menor base de comparación.

C. Desempeño de las economías emergentes durante 2011 y lo que se espera para 2012

1. Asia emergente

El crecimiento de las economías emergentes de Asia se ha moderado en respuesta a

las políticas monetarias y fiscales menos expansivas y al bajo dinamismo de la demanda externa, en especial por parte de la zona del euro. En 2011 se identificaron con claridad dos períodos diferentes en las decisiones de política económica en la región. Así, mientras que en los primeros meses de 2011 la política trató de ser menos expansiva, obedeciendo a los factores internos con el fin de evitar el sobrecalentamiento de cada economía; en la segunda mitad del año ésta se flexibilizó, tanto en el ámbito monetario como en el fiscal, para contrarrestar los efectos del menor dinamismo externo.

En el caso específico de China el crecimiento de su producción pasó de 10,4% en 2010 a 9,2% un año después (Gráfico 23). El menor dinamismo provino principalmente de las exportaciones, las cuales pasaron de expandirse 31,3% en 2010 a hacerlo 20,3% en 2011. De igual forma, el aumento de la inversión pasó de 13,9% a 10,2% entre estos años. Por su parte, la aceleración del consumo y la menor dinámica de las importaciones ayudaron a contrarrestar el comportamiento de los otros componentes del gasto.

A pesar de la menor expansión de 2011, los temores de una desaceleración fuerte de la economía china se han reducido debido al buen comportamiento de algunos indicadores de su actividad real. Por una parte, las ventas al por menor han continuado creciendo tanto en términos reales como nominales, situación similar a la de su actividad industrial, la cual, aunque se desaceleró en los últimos meses de 2011, continúa creciendo a tasas superiores al 10% (Gráfico 24). A pesar de que algunos indicadores de actividad real muestran señales positivas, las exportaciones siguen desacelerándose, en especial las dirigidas a la zona del euro⁷.

Gráfico 23
Tasa de crecimiento anual del PIB real de China

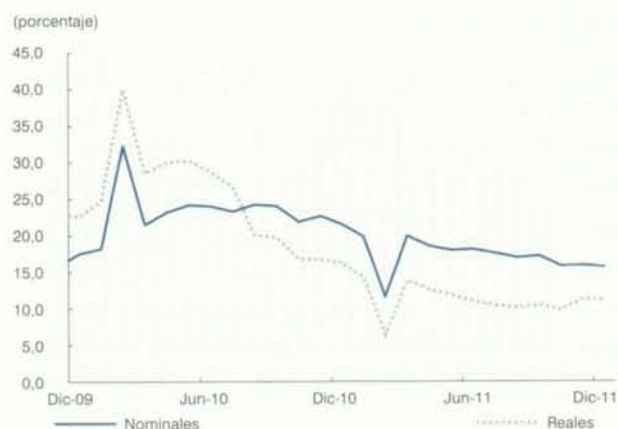


Fuente: Bloomberg.

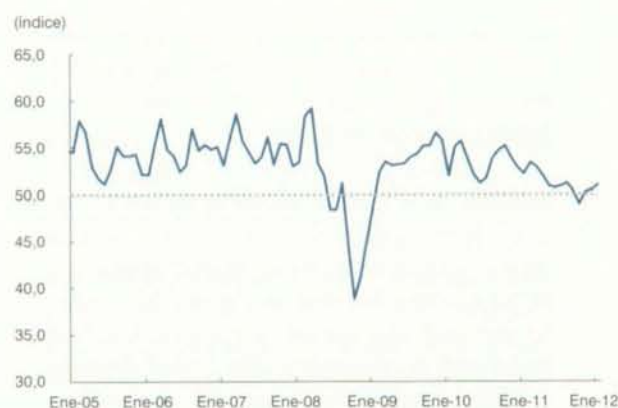
⁷ Cabe resaltar que debido al año nuevo chino los datos de enero no evidencian el comportamiento real de la economía; sin embargo, si se observan los meses anteriores, la tendencia en las exportaciones es decreciente.

Gráfico 24

A. Ventas al por menor en China (variación anual)



B. Índice de compras del sector manufacturero en China



Fuente: Bloomberg.

En respuesta al débil crecimiento de la economía, y dadas las menores presiones inflacionarias, el Banco Central de China ha mantenido su tasa de interés de intervención inalterada desde julio de 2011 y ha reducido la reserva requerida para los bancos comerciales.

El descenso observado en los últimos meses en el precio de la vivienda ha preocupado a las autoridades económicas chinas, dado que podría afectar fuertemente el sector de la construcción y, por ende, la producción del país, ya que durante los últimos años su actividad real ha estado muy influenciada por este sector. A pesar de que la situación actual

de este mercado puede estar asociada con las medidas que se tomaron en 2010 (cuando los precios de estos activos aumentaron de manera acelerada) con el fin de evitar la formación de una burbuja hipotecaria, no deja de ser una preocupación para las autoridades.

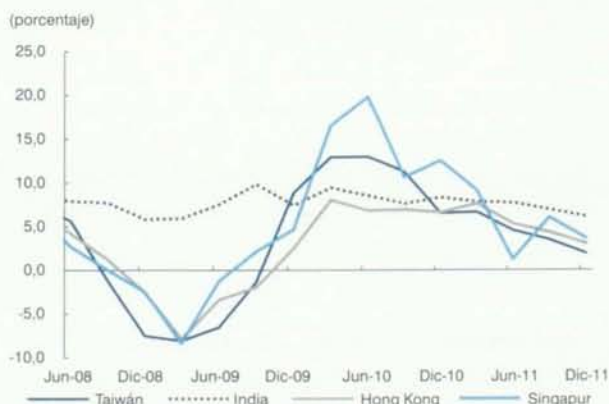
Para el resto de países de la región el ritmo de crecimiento se moderó en 2011 y en algunos casos se contrajo durante el cuarto trimestre (Gráfico 25). La alta dependencia de las exportaciones en un entorno de desaceleración global afectó estas economías, especialmente a Taiwán, Corea del Sur y Singapur, países que tienen mayores vínculos comerciales con la Unión Europea. Lo anterior se reflejó en una menor dinámica tanto de las ventas externas como de la actividad industrial (Gráfico 25). En relación con la demanda interna, salvo en el caso de Indonesia, las ventas al por menor y las importaciones se han desacelerado en los últimos meses, a pesar del crecimiento del crédito.

Además, otros países se han visto afectados por factores internos. Así, por ejemplo, en India los fuertes aumentos en la tasa de interés de intervención para controlar la inflación, junto con el detrimento de la confianza de empresarios y consumidores, han frenado su actividad económica. Por su parte, Tailandia se vio afectada por las inundaciones de octubre, las cuales interrumpieron la actividad industrial y las cadenas de suministro en distintos sectores.

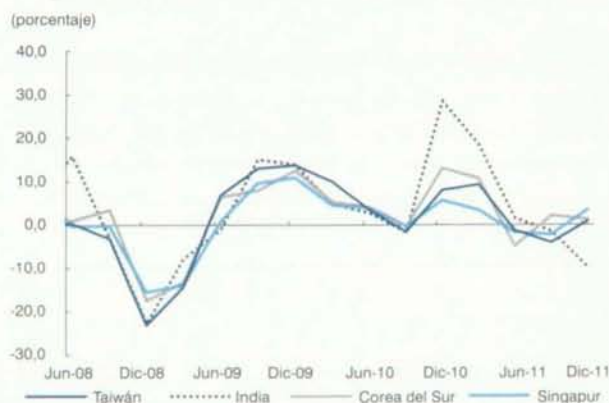
Finalmente, cabe notar que durante buena parte de 2011 distintos países de la región experimentaron presiones inflacionarias, como consecuencia de los altos precios internacionales de los bienes básicos observados a principios del año, lo que motivó incrementos en las tasas de interés por parte de algunos bancos centrales. Sin embargo, en la medida en que la actividad global se comenzó a desacelerar y los precios comenzaron a moderarse, las economías de la región sintieron un alivio en su inflación local y la política monetaria pudo ser un poco más expansiva. Para 2012 el FMI espera que el crecimiento de estas economías se reduzca de nuevo y que, a

Gráfico 25

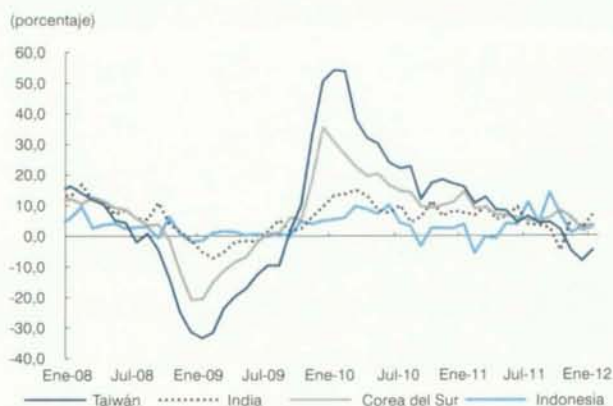
A. Crecimiento del PIB real para algunas economías asiáticas



B. Crecimiento trimestral de las exportaciones para algunas economías de Asia



C. Variación anual de los índices de producción industrial para algunas economías asiáticas



Fuentes: Bloomberg y Datastream.

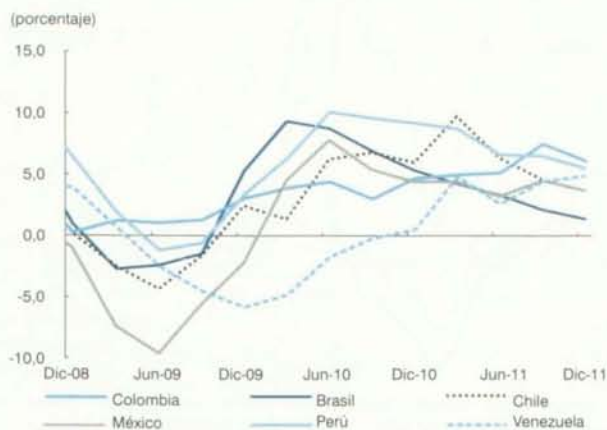
diferencia de años anteriores, se fundamente más en la demanda interna.

2. América Latina

Al igual que en las economías de Asia emergente, el crecimiento de la mayoría de países de Latinoamérica se moderó en 2011 (Gráfico 26), debido al menor dinamismo de la demanda externa y al efecto de políticas fiscales y monetarias más restrictivas. Pese a lo anterior, algunos países exportadores de petróleo, como Venezuela, Ecuador y Colombia, evidenciaron una aceleración en su producción, explicada en parte, por los mayores términos de intercambio que estimularon sus ingresos nacionales.

De acuerdo con estimaciones preliminares del FMI, la expansión del PIB en Latinoamérica y el Caribe fue de 4,6% en 2011, cifra inferior a la de 2010, cuando la economía de la región se expandió 6,1%. Este menor crecimiento estuvo altamente influenciado por el débil comportamiento de las economías más grandes de la región, como Brasil y México. En el caso de la primera, la producción se desaceleró fuertemente en el último año, al pasar de expandirse 7,5% en 2010 a 2,9% en 2011.

Gráfico 26
Crecimiento anual del PIB real para algunas economías de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Parte del menor dinamismo de la actividad real brasilera responde a las políticas que se implementaron desde mediados de 2010, las cuales pretendían moderar el crecimiento económico y la inflación y evitar la formación de riesgos (como la acelerada expansión del crédito y del déficit de cuenta corriente) que llevarían a su economía a un nivel insostenible en el mediano y largo plazos. Así mismo, durante varios meses de 2011 la inflación local estuvo por encima del rango meta fijado por su banco central, situación que impidió implementar una política monetaria menos restrictiva. Sin embargo, en la medida en que la economía empezó a crecer menos de lo previsto, la autoridad monetaria se vio en la necesidad de estimular la actividad real con menores tasas de interés. Es así como en los últimos meses de 2011 tanto el índice de actividad real, calculado por el Banco Central de Brasil, como el índice de producción industrial se han venido recuperando (Gráfico 27).

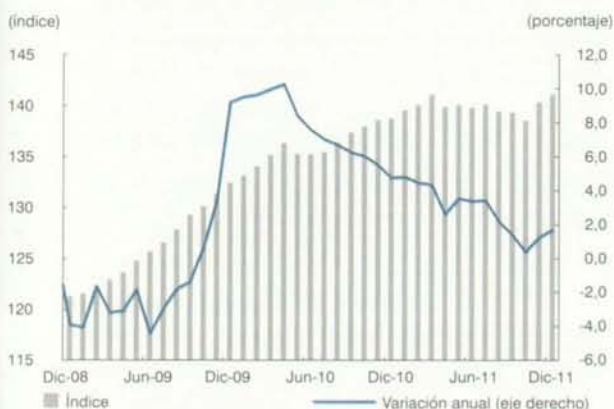
En México, por su parte, la recuperación de los Estados Unidos ha estimulado la actividad real, lo que se ha visto reflejado en una mejoría tanto del sector manufacturero como de la confianza de los consumidores (Gráfico 28). Pese a ello, las exportaciones siguen desacelerándose en términos anuales.

En Chile el crecimiento de la actividad minera se redujo en los últimos meses del año, dados los efectos negativos que sobre el precio internacional del cobre tuvo la desaceleración en la demanda externa y en especial el menor crecimiento de China (véase el sombreado de la página 13). Lo anterior afectó las expectativas de empresarios y consumidores en el segundo semestre del año (Gráfico 29). En contraste, los altos precios del petróleo, en especial durante los primeros meses de 2011, incentivaron la actividad minera en Ecuador⁸, Venezuela y Colombia, países cuyas tasas de crecimiento se aceleraron respecto a las registradas en 2010 (Gráfico 26).

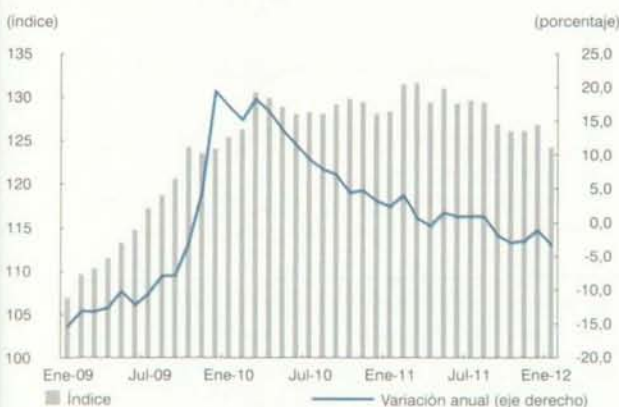
⁸ De acuerdo con las proyecciones del Banco Central del Ecuador, el crecimiento en 2011 sería del 8%, nivel superior a su potencial.

Gráfico 27

A. Índice de actividad real de Brasil



B. Índice de producción industrial de Brasil



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 28

Índice de compras del sector manufacturero en México



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 29

Índices de confianza del consumidor para algunos países de América Latina



Fuentes: Universidad del Desarrollo (Chile); Inegi (México); Universidad Torcuato Di Tella (Argentina); Fundación Getulio Vargas e Instituto Brasileiro de Economía (Brasil); Grupo Apoyo (Perú).

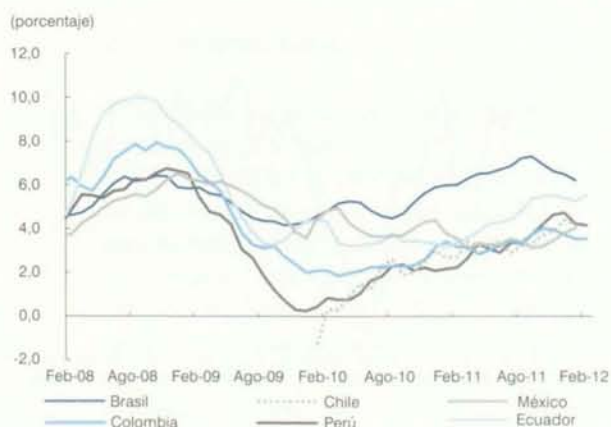
En materia de precios, en 2011 la inflación en México, Colombia y Brasil terminó dentro del rango meta fijado por el banco central de cada país, mientras que en Chile y Perú se ubicó por encima de su límite superior (Gráfico 30)⁹.

Respecto a las decisiones de política monetaria de los diferentes países, desde finales de 2011 estas no han ido en la misma dirección,

⁹ En 2011 los rangos meta para la inflación al consumidor fijados por los bancos centrales de cada país fueron entre 2% y 4% para Chile, Colombia y México, entre 2,5% y 6,5% para Brasil, y entre 1% y 3% para Perú.

por ejemplo: Chile y Brasil han reducido su tasa de interés de intervención, México no la ha modificado y Colombia la incrementó (véase el Recuadro 1). Algunos factores que explican las diferencias en las decisiones de política monetaria tienen que ver, por una parte, con los dispares efectos que la crisis europea pueda tener sobre las economías de la región, dado

Gráfico 30
Inflación anual para algunas economías de América Latina



Fuente: Bloomberg.

que los flujos comerciales y financieros de cada país con la zona del euro es diferente¹⁰.

Por otra parte, en el contexto interno no solamente los altos precios internacionales del crudo han estimulado el ingreso nacional de países productores como Venezuela, Ecuador y Colombia, sino que también el ciclo económico de los países es diferente. De hecho, mientras que en 2011 Colombia registró un crecimiento económico superior a su promedio histórico, Brasil lo hizo a una tasa inferior. Unos términos de intercambio favorables, generados por la expansión de las economías asiáticas, especialmente la china, así como mayores flujos de capital incentivados por las bajas tasas de interés externas, han favorecido el dinamismo de la economía colombiana. Finalmente, las expectativas de inflación en países como Chile y Brasil se encuentran más cerca del punto medio del rango meta frente al caso colombiano.

Así las cosas, para este año el FMI estima que las economías de Latinoamérica y el Cari-

be crecerán 3,6%, cifra inferior a la registrada en 2010 y 2011. En 2012, aunque el débil contexto externo y la moderación en los precios internacionales de los bienes básicos pueden limitar el comportamiento de la región, el dinamismo de la demanda interna contrarrestaría los efectos de la desaceleración global, permitiendo una expansión positiva para las economías de la región.

D. Retos hacia futuro

En los próximos años varios países deberán hacer ajustes estructurales en sus economías, para evitar la generación de riesgos similares a los que desencadenaron la crisis actual, y así garantizar un crecimiento sostenible en el mediano y largo plazos. Así, por ejemplo, los Estados Unidos, Japón y algunas economías de la zona del euro tendrán que avanzar en la consolidación de sus cuentas fiscales mediante la reducción de su deuda como porcentaje del PIB. Para ello será necesario que hagan recortes significativos en el gasto, incluyendo rubros tan importantes y sensibles como los programas de salud y pensiones.

En esta misma línea, los Estados Unidos deberán continuar con el proceso de desapalancamiento del sector privado, en especial el de los hogares, así como con la reanimación de los mercados de trabajo y de vivienda. En la medida en que estos desbalances no sean saneados, el crecimiento de su economía seguirá siendo moderado.

Por su parte, Europa tendrá que ajustar sus desequilibrios internos. Así, las economías menos competitivas, como Italia, Grecia y Portugal, deberán incrementar la competencia en algunos sectores clave, en especial el de servicios, con el fin de aumentar sus niveles de productividad y asemejarse a las economías grandes y fuertes de la región, como Alemania y Francia.

En relación con las economías de Asia emergente, estas deberán hacer el tránsito a un modelo de crecimiento que dependa más de la demanda interna y menos de las exportaciones. En esta dirección, el plan de desarrollo

¹⁰ Así, por ejemplo, mientras países como Colombia y México tienen una relación comercial más fuerte con los Estados Unidos que con Europa, en el caso de Chile y Brasil, en términos de participación de comercio, el mercado europeo es más grande que el estadounidense.

de China para los próximos años ha planteado incentivar el consumo y los determinantes del crecimiento interno. Así mismo, las economías de América Latina tendrán que moderar la expansión del crédito y del precio de los activos para evitar el surgimiento de desbalances internos y la generación de déficits en cuenta corriente muy elevados.

Finalmente, vale la pena resaltar que durante 2012 se llevarán a cabo elecciones presidenciales o de altos dirigentes políticos en varios países, entre estos los Estados Unidos, Rusia, Francia, México, Grecia, Irán y Venezuela, economías que, en su conjunto, representan más de la mitad del PIB mundial.

Recuadro 1

Decisiones de tasas de interés de política en algunos países de la región

Posterior a la crisis financiera internacional registrada entre 2008 y 2009, varios bancos centrales de países en desarrollo decidieron iniciar el retiro del estímulo monetario ante la presencia de presiones inflacionarias además de posibles desequilibrios macroeconómicos. No obstante, a raíz de la crisis de deuda pública en Europa y los riesgos de una nueva recesión mundial, así como a otros factores internos, desde finales de 2011 las autoridades monetarias de varios países emergentes decidieron detener los incrementos en sus tasas de interés de referencia, o incluso disminuirlas.

Por lo anterior, en este recuadro se comparan las condiciones externas e internas de cuatro países con régimen de inflación objetivo en la región: Brasil, Chile, Colombia y Perú. Ello para explicar por qué bancos centrales como el de Brasil y Chile disminuyeron sus tasas de interés de referencia, mientras que Perú las ha mantenido estables y Colombia las subió.

En primer lugar, es importante anotar que en 2011 los niveles reales de tasas de interés de referencia de estos cuatro países fueron diferentes. Así, por ejemplo, en promedio en 2011 la tasa real de Colombia (deflactada con el IPC total, así como con el IPC sin alimentos) fue menor que la observada en Chile, Brasil y

Perú (Cuadro R1.1). A pesar de los últimos incrementos nominales hechos por el Banco de la República, y las reducciones realizadas por los bancos centrales de Chile y Brasil, los niveles reales de las tasas de interés de referencia en Colombia aún son de las más bajas (gráficos R1.1 y R1.2).

1. El contexto externo en cada país

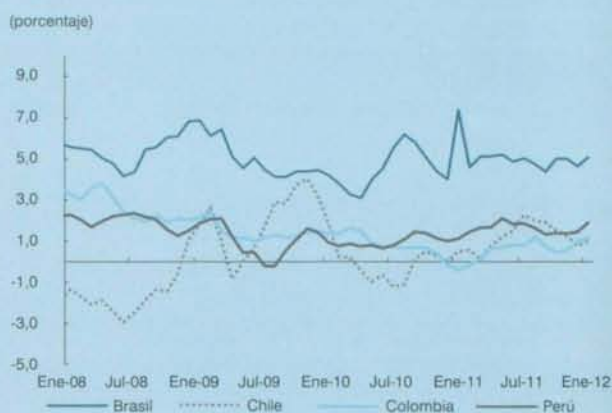
Si bien el deterioro de la situación en Europa ha afectado la actividad mundial, algunas condiciones externas de cada país podrían hacer que el impacto sobre su economía sea diferente. Dichas condiciones pueden ser el grado de apertura, la relación comercial y financiera con la zona del euro, y la dependencia y el comportamiento de los términos de intercambio (TI). El análisis de estas variables puede alterar el balance de riesgos al momento de tomar las decisiones de tasas de interés.

A raíz de la crisis en Europa, diferentes organismos multilaterales y analistas redujeron

Cuadro R1.1				
Tasa real de política promedio durante 2011 (porcentaje)				
	Brasil	Chile	Colombia	Perú
Con el IPC total	5,1	1,2	0,5	1,6
Con el IPC sin alimentos	6,0	3,2	1,0	1,6

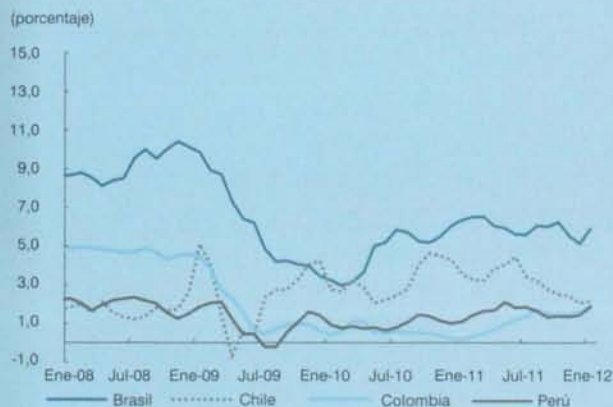
Fuentes: bancos centrales de cada país; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.1
Tasas reales de política
(deflactadas con el IPC total)



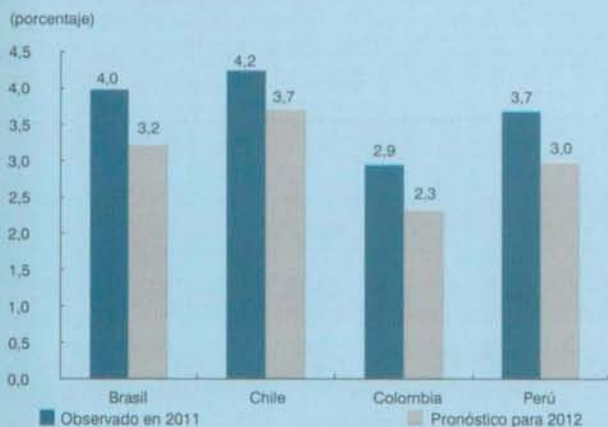
Fuentes: Datastream y bancos centrales de cada país; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.2
Tasas reales de política
(deflactadas con el IPC sin alimentos)



Fuentes: Datastream y bancos centrales de cada país; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.3
Crecimiento de los socios comerciales
(ponderado por exportaciones totales)



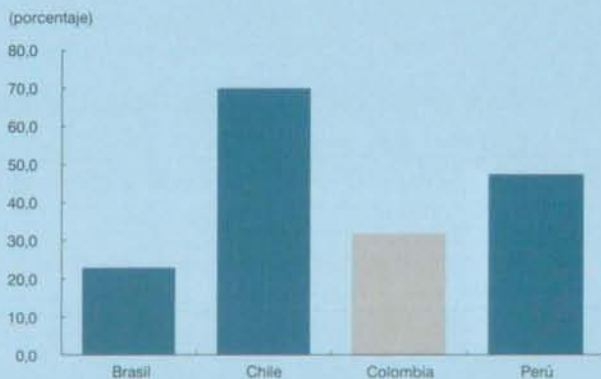
Fuente: FMI (World Economic Outlook).

los pronósticos de crecimiento de la mayoría de países para 2012. Como se muestra en el Gráfico R1.3, la desaceleración que se espera para el promedio de los socios comerciales de los cuatro países es similar. No obstante, un error en estos pronósticos, en particular si se subestima el deterioro de la situación en Europa, podría tener mayores consecuencias negativas sobre aquellos

países más abiertos o con altas relaciones comerciales con dicha zona.

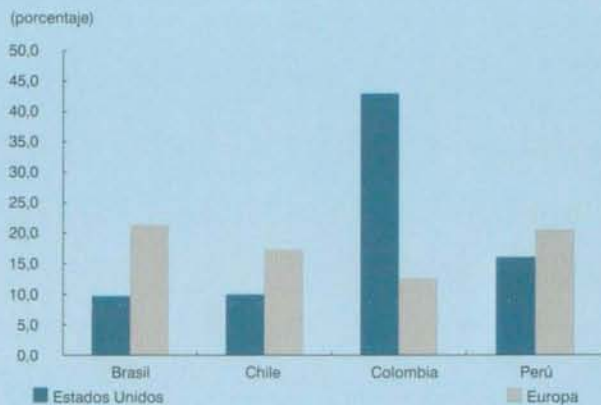
Al calcular el grado de apertura de los países, como la suma de las exportaciones y las importaciones en proporción al PIB, los resultados muestran que Colombia es el segundo país de la muestra con menor grado de apertura (Gráfico R1.4). De igual forma, nuestra economía es la que tiene la menor participación de Europa dentro de sus exportaciones; de hecho, la mayor parte de las ventas externas de Colombia se dirigen a los Estados Unidos, país para el cual se espera un crecimiento positivo algo

Gráfico R1.4
Grado de apertura
(exportaciones más importaciones como porcentaje del PIB)



Fuente: FMI (World Economic Outlook).

Gráfico R1.5
Exposición de las exportaciones
(porcentaje de las exportaciones a diferentes destinos)



Fuente: FMI (World Economic Outlook).

inferior al de su potencial; en los otros países dicha participación es muy baja (Gráfico R1.5).

En materia de financiamiento externo, Brasil y Colombia son los países con menores niveles de deuda externa en relación con el PIB (Gráfico R1.6). De igual forma, la participación de la banca europea en el mercado de crédito de nuestro país es la más baja frente a los demás países de la muestra, mientras que en Chile es la más alta. Esta menor dependencia al financiamiento externo y a la banca europea

sería una ventaja relativa en el caso de que se presentaran restricciones de crédito internacional (Gráfico R1.7).

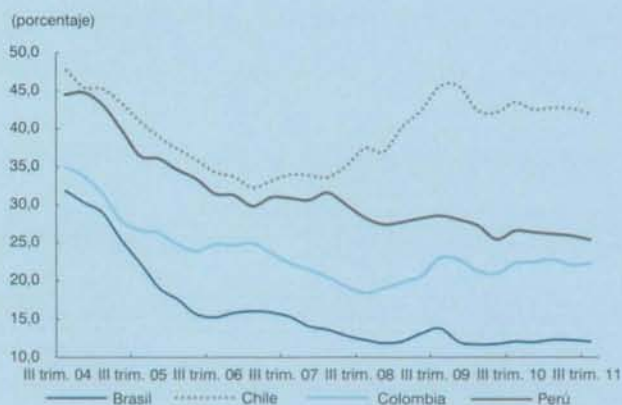
Con respecto a los TI, si bien los cuatro países registran niveles que favorecen sus ingresos nacionales, en 2011 los indicadores de Colombia y Chile fueron los más elevados. No obstante en este último país, los TI se vieron afectados por la tendencia decreciente en el precio del cobre que se dio a lo largo de 2011. En el caso de Colombia el precio del petróleo mantuvo cotizaciones elevadas y por ello sus TI continuaron con una tendencia creciente (Gráfico R1.8).

En conclusión, si bien la crisis europea afectó las perspectivas de crecimiento de la demanda externa de los cuatro países, la vulnerabilidad de la economía de Colombia frente a un mayor deterioro en la zona del euro parece ser menor.

2. La situación interna en cada país

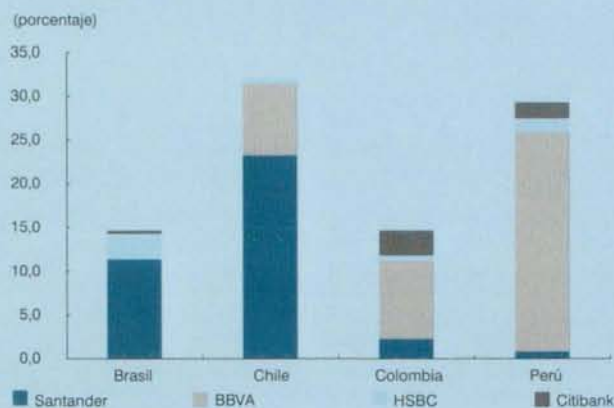
Uno de los canales por los cuales la crisis en Europa podría transmitirse a los otros países es mediante una caída en la confianza. La relevancia de este canal, que fue bastante importante en la crisis financiera pasada, esta vez parece ser menor en los cuatro países. De todos modos, a finales

Gráfico R1.6
Deuda externa total
(porcentaje del PIB de los últimos cuatro trimestres)



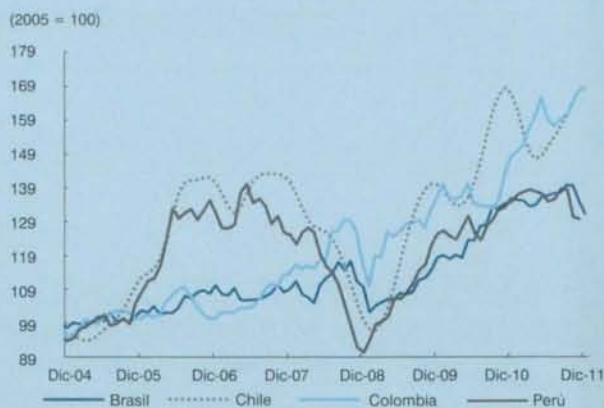
Fuentes: bancos centrales de cada país.

Gráfico R1.7
Participación de la banca europea en el mercado de crédito
(porcentaje)



Fuente: BMI; superintendencias financieras de cada país.

Gráfico R1.8
Términos de intercambio



Fuente: Datastream.

de 2011 en Chile y Brasil se observó un deterioro en la confianza, mientras que en Perú y Colombia dichos indicadores han tenido una tendencia creciente. En el caso particular de nuestro país, sus niveles ya son históricamente altos (Gráfico R1.9).

Otra variable que se vio fuertemente afectada en la crisis pasada fue el crédito, pero en esta ocasión, con excepción de Chile, los niveles de profundización financiera en 2011 se situaron por encima o cerca de sus tendencias de largo plazo (véase Recuadro 3). De los cuatro países Colombia fue el que más se acercó a una situación que podría calificarse como auge de crédito.

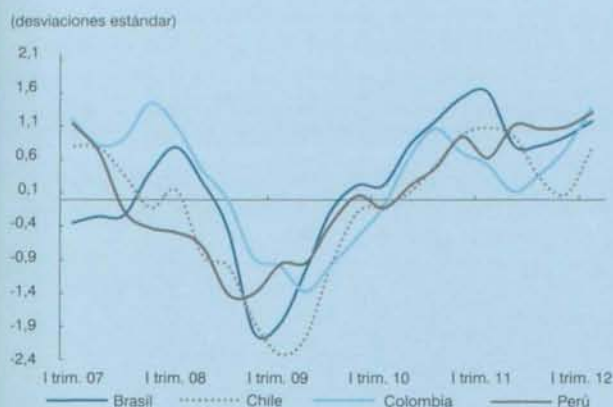
En cuanto al crecimiento económico, a diferencia de los otros países Colombia habría terminado 2011 con una tasa de expansión muy por encima del promedio calculado desde 2000; este desempeño se ha venido observando durante los últimos cinco trimestres¹. El caso más cercano fue el de Chile, aunque la desaceleración en su PIB comenzó desde mediados del año pasado y para el cuarto trimestre su tasa de crecimiento ya

sería igual a su promedio. Situaciones similares, pero con desaceleraciones más pronunciadas, se registran en Brasil y Perú. En este contexto, y de acuerdo con los pronósticos de crecimiento para 2012, es factible que la brecha de producto de Colombia se ubique en un terreno más positivo que la de los otros países (gráficos R1.10).

Con respecto al comportamiento de los precios, en 2011 Colombia y Brasil lograron cumplir sus metas de inflación (de 2,0% a 4,0% y de 2,5% a 6,5%, respectivamente) mientras que Chile y Perú² registraron inflaciones superiores al techo de sus intervalos meta. Adicionalmente, a diciembre de ese mismo año Colombia fue el país que presentó la tasa de inflación más cercana al punto medio del rango meta, en tanto que en su orden, los países dentro de la muestra que más se alejaron de este centro fueron: Perú, Brasil y Chile (Gráfico R1.11). En materia de expectativas, con excepción de Chile, la percepción del mercado es que la inflación en 2012 se situará por encima del punto medio del rango meta, aproximadamente en la misma magnitud en todos los países (Gráfico R1.12).

En conclusión, en un contexto de inflación objetivo, de los cuatro países analizados los indicadores de Colombia fueron los que presentaron mayor evidencia sobre la conveniencia del retiro del estímulo monetario otorgado en los meses pasados. El nivel de apertura económica y los indicadores de comercio y financieros externos sugerían que Colombia era el país de menor relación con la deteriorada economía europea. Los términos de intercambio de nuestro país también son los más altos. La situación opuesta a lo anterior fue Chile, país con un alto nivel de apertura económica, con un elevado porcentaje de sus exportaciones dirigidas a Europa y una participación no despreciable de la banca europea en los créditos internos. La caída en el precio del cobre también ha afectado el ingreso nacional de Chile.

Gráfico R1.9
Índices de confianza de algunos países de Latinoamérica
(desviaciones estándar con respecto a la media)

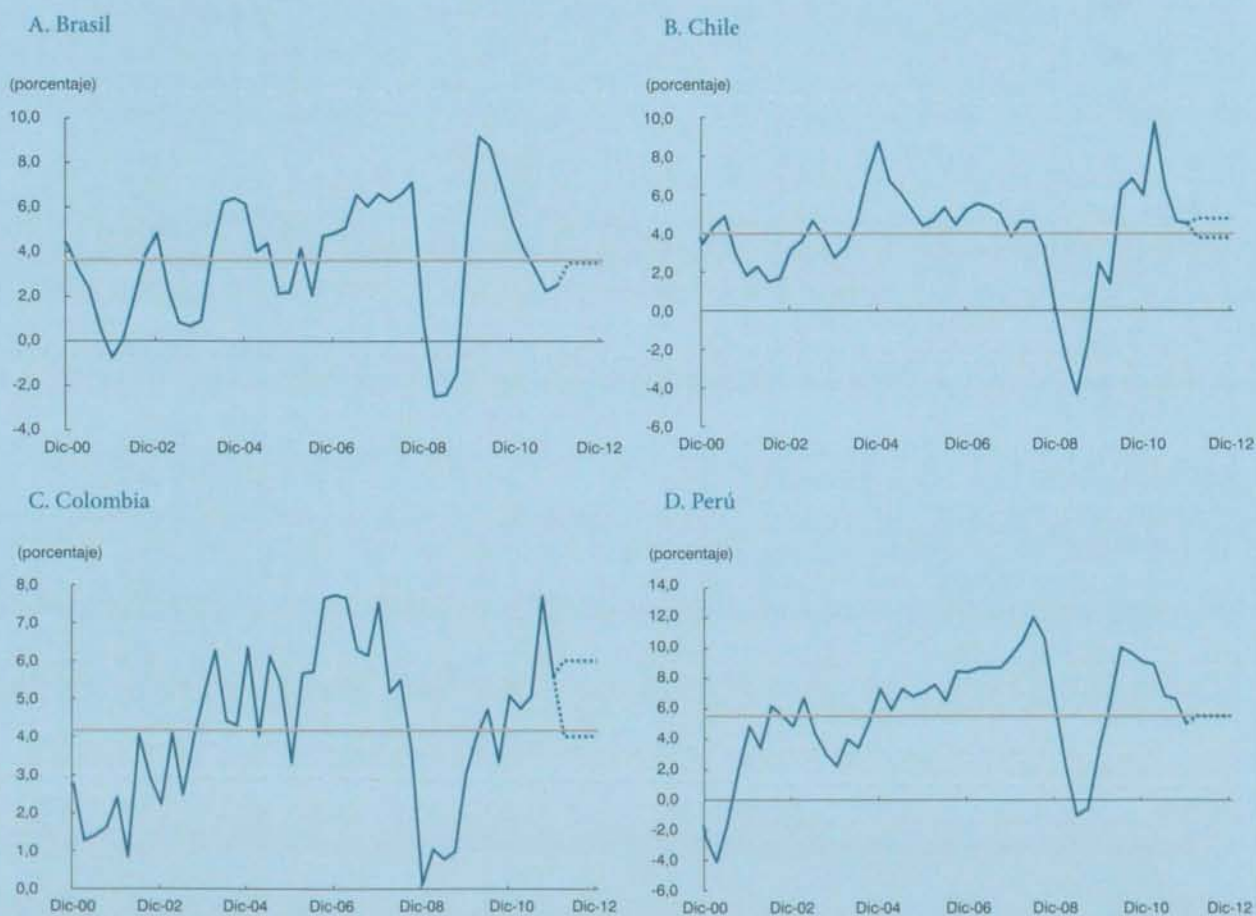


Fuentes: Universidad del Desarrollo (Chile); Inegi (México); Universidad Torcuato Di Tella (Argentina); Fundación Getulio Vargas e Instituto Brasileiro de Economía (Brasil); Grupo Apoyo (Perú); Fedesarrollo (Colombia); cálculos del Banco de la República.

¹ Se tomó en cuenta el pronóstico para el cuarto trimestre de 2011 que proviene de los informes sobre inflación de los diferentes países.

² Para el caso de Perú vale la pena resaltar que se trata del país que cuenta con el más bajo rango meta de inflación, entre 1% y 3%.

Gráfico R1.10
Crecimiento anual del PIB real y su promedio desde 2000

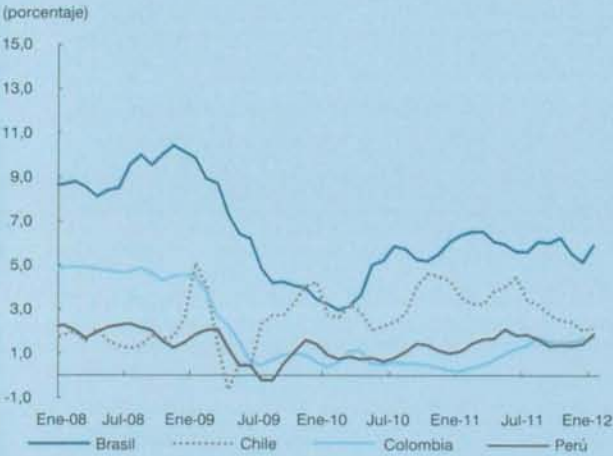


Fuentes: Datastream y bancos centrales de cada país.

En el segundo semestre de 2011 Chile y Brasil presentaron una caída en sus indicadores de confianza y una fuerte desaceleración de su actividad económica. En el mismo periodo, Perú también registró un menor ritmo de crecimiento. En igual fecha, el índice de confianza y el crédito en Colombia se aceleraron y el aumento anual del PIB fue alto y superior al registrado en el primer semestre. Con todo ello,

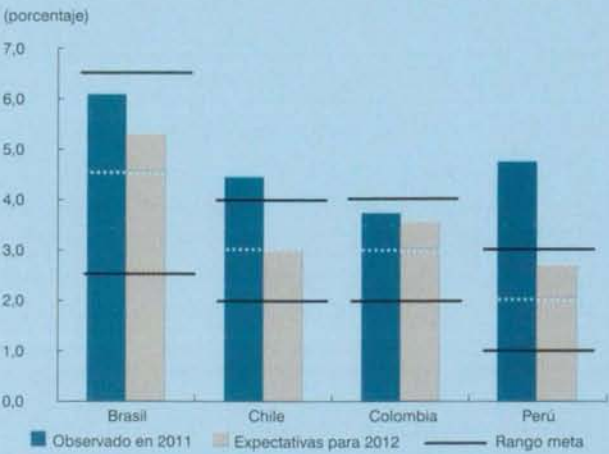
y según las proyecciones de crecimiento para 2012, es muy probable que la brecha de producto de nuestro país sea la más positiva de la región. En materia de expectativas de inflación para 2012, las más coherentes con el punto medio del rango meta son las de Chile, seguidas por las de Colombia (0,6 pb), Perú (0,7 pb) y Brasil (0,8 pb).

Gráfico R1.11
Exposición de las exportaciones
(porcentaje de las exportaciones a diferentes destinos)



Fuente: FMI (World Economic Outlook).

Gráfico R1.12
Expectativas de inflación



Fuentes: *Latin Focus* y Banco de la República (encuesta de expectativas económicas).

II. La economía colombiana: resultados en 2011 y perspectivas para 2012

A. Actividad económica

De acuerdo con el DANE, en 2011 el PIB colombiano creció 5,9%, lo que representa el mejor desempeño en cuatro años. La economía nacional comenzó 2011 registrando una tasa de expansión algo superior a su promedio desde 2000; continuó ganando *momentum* conforme avanzaba el año y alcanzó su pico en el tercer trimestre, cuando creció 7,5%, uno de los mayores aumentos de las últimas décadas. Posteriormente, en el cuarto trimestre se observó una desaceleración que, de todas formas, implicó una tasa de crecimiento (6,1%) por encima de la registrada en el primer semestre del año (Gráfico 31).

A grandes rasgos se puede afirmar que en el segundo semestre de 2011 Colombia supo resistir en buena medida los embates de los problemas económicos internacionales y en particular los provenientes de Europa. A pesar de que algunas de las economías de esta región figuran entre los principales socios comerciales del país, sus problemas no parecen

haber golpeado de manera significativa las exportaciones colombianas. La situación externa tampoco parece haber afectado de manera importante la confianza de los inversionistas y de los consumidores, ni se vio reflejada en un incremento de la prima de riesgo.

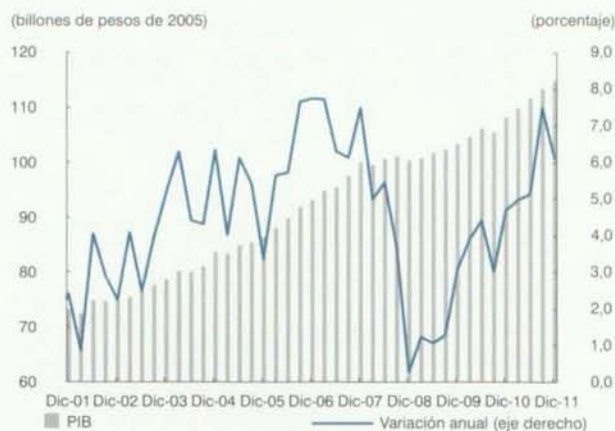
La delicada situación internacional no impidió que la demanda interna creciera a una tasa que se equipara con las más altas desde 1990 (8,8%) y comparable con la registrada en 2006 (8,8%), cuando la economía colombiana se encontraba en pleno auge. Parte de este desempeño fue posible por unos altos términos de intercambio y por abundantes flujos de inversión extranjera directa (IED), la cual alcanzó récords históricos, en particular la destinada al sector petrolero y a la minería.

1. Crecimiento del PIB por tipo de gasto en 2011

Dentro de la demanda interna el gasto más dinámico y el que más contribuyó a la expansión del PIB fue la inversión en capital fijo, la cual creció a una tasa de 16,6%; la segunda más alta desde el año 2000 (Cuadro 2). El buen desempeño de este agregado se explicó, a su vez, por la dinámica que mostraron las inversiones en maquinaria y equipo de transporte, que aumentaron a tasas muy por encima de sus promedios. Durante 2011 estos componentes se vieron favorecidos por unas tasas de interés comerciales que se mantuvieron bajas durante todo el año, así como por una apreciación de la tasa de cambio que en términos relativos ayudó a abaratar los bienes de capital importados.

La inversión destinada a la construcción de edificaciones (incluida vivienda) y a trabajos de obras civiles también creció, pero menos que el grupo anterior. Contrastando con las disminuciones de los dos años anteriores, el primero de estos agregados aumentó 5,3% en todo 2011. A pesar de esto, el nivel de inversión en la construcción de edificaciones aún es menor que el máximo registrado en 2008 (cuando esta creció 13,2%), lo que implica que este tipo de gasto es el único que no

Gráfico 31
Producto interno bruto real
(desestacionalizado)



Fuente: DANE.

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2009	2010	2011				2011
	Año completo	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Consumo total	1,6	5,1	5,0	6,8	5,9	5,5	5,8
Consumo de hogares	0,6	5,0	5,5	7,8	6,7	6,1	6,5
Bienes no durables	1,3	1,8	2,4	6,2	4,9	3,7	4,3
Bienes semidurables	(3,7)	9,8	13,6	19,4	13,8	13,7	15,1
Bienes durables	(6,0)	20,9	36,7	34,4	19,6	8,5	23,9
Servicios	2,2	3,5	3,3	4,4	5,1	5,3	4,6
Consumo final del Gobierno	5,9	5,5	2,4	2,6	2,6	3,0	2,6
Formación bruta de capital	(4,1)	7,3	16,0	18,3	22,4	12,4	17,2
Formación bruta de capital fijo	(1,3)	4,6	12,7	13,8	23,7	16,5	16,6
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	2,6	5,5	3,0	3,1	1,9	1,3	2,3
Maquinaria y equipo	(12,1)	20,2	26,7	28,9	28,0	20,2	25,8
Equipo de transporte	(5,4)	12,0	51,9	52,2	40,5	39,1	45,2
Construcción y edificaciones	(4,9)	(2,0)	1,1	5,2	13,2	2,3	5,3
Obras civiles	13,1	(2,0)	(10,8)	(13,1)	22,2	15,5	6,7
Servicios	1,1	9,6	5,7	6,3	8,9	1,4	5,5
Demanda interna	0,3	5,6	7,9	9,7	9,8	7,9	8,8
Exportaciones totales	(2,8)	1,3	10,1	7,6	12,3	15,8	11,4
Importaciones totales	(9,1)	10,5	21,1	24,7	20,3	20,1	21,5
PIB	1,7	4,0	5,0	5,1	7,5	6,1	5,9

Fuente: DANE.

se ha recuperado totalmente luego de la crisis que comenzó en dicho año. En cuanto a la inversión en obras civiles, esta mantuvo un ritmo de expansión importante (6,7%), superior al observado en promedio en los dos años anteriores. Este comportamiento se explicó por una fuerte dinámica en el segundo semestre, que compensó el lento comienzo de año.

Paralelamente, en 2011 se registró una importante acumulación de existencias duplicando las acumuladas en 2010. De esta forma, la inversión total mostró un crecimiento considerable del orden del 17%, lo que incrementó su participación dentro del PIB, alcanzando un 27,1%, cuando en el año 2000 esta representaba apenas el 14,5%. Esta dinámica

da buenos indicios sobre la posibilidad de futuras expansiones del PIB potencial.

Al igual que la inversión, en 2011 el consumo de los hogares mostró un dinamismo solo comparable con el observado en periodos de auge económico. En el año este agregado se expandió 6,5%, casi 2 pp más que en 2010. Los grandes impulsores de dicho consumo fueron los bienes durables y semidurables, los cuales crecieron a una tasa promedio de 20% anual. Las compras de estos tipos de bienes se vieron beneficiadas por tasas de interés que durante todo el año permanecieron por debajo de sus promedios históricos calculados desde 1998 y por un sistema financiero sólido que estuvo en capacidad de ofrecer suficientes fondos

para cubrir las necesidades de crédito de los agentes (la cartera de consumo en términos reales creció cerca del 20% en 2011). De igual forma, tal como en el caso de la inversión, el consumo privado se vio beneficiado por la leve apreciación del tipo de cambio que contribuyó a abaratar los bienes durables, con los vehículos como ítem principal. Es así como en 2011 se rompieron de nuevo los récords de ventas de estos bienes, aunque en el segundo semestre del año se registró una desaceleración en su tasa de crecimiento.

Los bienes no durables y los servicios también mostraron un buen desempeño. Estos gastos se aceleraron en 2011 y contribuyeron en conjunto con más de la mitad del crecimiento del consumo de los hogares. En términos generales, este último aumentó en un contexto caracterizado por un mercado laboral que mostró menores tasas de desempleo, una confianza de los hogares, que, a pesar de su dispar comportamiento durante el año, mostró niveles que pueden considerarse altos, y por un leve incremento de las remesas.

En contraste con lo registrado por el consumo privado, el del Gobierno mostró una tasa de expansión más modesta (2,6%) y se constituyó, por tanto, en el componente menos dinámico de la demanda. El comportamiento de este agregado en el primer semestre fue particularmente pobre, pero en la segunda mitad del año, con la aceleración de los giros del Gobierno nacional central (GNC), su desempeño mejoró ostensiblemente.

Respecto al flujo internacional de bienes y servicios, 2011 se caracterizó por un aumento significativo en el grado de apertura del país. Durante este año, tanto las importaciones como las exportaciones mostraron los crecimientos más altos desde 2000, a pesar de los problemas internacionales y del moderado comportamiento de los Estados Unidos (nuestro principal socio comercial). En el caso particular de las importaciones se observó un incremento real anual de 21,5% gracias, principalmente, a las compras de bienes de capital y de materias primas. Aunque las exportaciones, por su parte, aumentaron a una

tasa comparativamente menor (11,4%), de todas maneras significó una aceleración importante, dado el crecimiento promedio cercano a cero, observado, en los dos años anteriores. Todo esto llevó a que la contribución de la demanda externa neta al PIB haya sido negativa y de mayor magnitud a la que se obtuvo en 2010.

2. *Crecimiento del PIB por ramas de actividad en 2011*

En 2011 las ramas de actividad de mayor dinamismo fueron, en su orden, la minería, el transporte y comunicaciones y el comercio (Cuadro 3). En el caso del sector minero, este completó cuatro años consecutivos mostrando los mayores ritmos de expansión entre todas las grandes ramas de actividad, con tasas de crecimiento de dos dígitos. Buena parte de este resultado se debió a la producción petrolera, que, aunque no alcanzó la meta del millón de barriles diarios, sí estuvo muy cerca de esa cifra al finalizar el año, lo que se tradujo en un aumento de 16,4% de la producción respecto al año anterior. En particular, la actividad petrolera siguió impulsada por los altos precios del crudo, las condiciones favorables para la inversión y un relativo éxito en materia exploratoria. A este último respecto cabe anotar que 2011 marcó registros máximos en pozos perforados (126) con un alto porcentaje de éxito.

Pero no solamente el petróleo explicó la importante dinámica del PIB minero en 2011. La producción de carbón creció 15,5% respecto al año anterior, y su valor agregado se expandió a la mayor tasa de los últimos cinco años. Si bien este alto crecimiento obedeció, en parte, al efecto estadístico producido por la caída de la producción en el segundo semestre de 2010 (debido a la fuerte estación lluviosa), la cantidad de carbón producido en todo 2011 (85,8 millones de toneladas) configura el máximo registro anual desde que se tiene información. Al igual que con el petróleo, la extracción de carbón y de otros minerales sigue estimulada por los

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

	(variación anual)						
	2009	2010	2011				2011
	Año completo	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(0,7)	1,0	7,8	1,6	1,7	(2,0)	2,2
Explotación de minas y canteras	11,1	12,3	9,2	10,8	18,9	18,1	14,3
Industria manufacturera	(4,1)	2,9	3,8	2,0	5,6	4,1	3,9
Electricidad, gas y agua	1,9	1,2	(0,8)	1,9	3,4	2,7	1,8
Construcción	5,3	(1,7)	(1,9)	(3,4)	18,4	10,7	5,7
Edificaciones	(1,6)	(2,1)	1,4	5,1	12,4	1,6	5,0
Obras civiles	13,2	(1,3)	(10,6)	(13,1)	21,9	15,1	6,5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(0,3)	5,1	5,7	6,6	6,0	5,3	5,9
Transporte, almacenamiento y comunicación	(1,4)	5,0	6,4	7,0	8,1	6,0	6,9
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	3,1	2,9	4,3	5,8	6,4	6,4	5,8
Servicios sociales, comunales y personales	4,4	4,8	2,4	2,9	3,7	3,2	3,1
Subtotal valor agregado	2,0	3,8	4,4	4,4	7,3	5,9	5,5
Impuestos menos subsidios	(1,7)	6,4	10,5	13,5	10,3	9,0	10,8
PIB	1,7	4,0	5,0	5,1	7,5	6,1	5,9

Fuente: DANE.

buenos precios internacionales y por los flujos de IED en el sector, que han permitido la ejecución de grandes proyectos con destino a la exportación.

En el caso del sector de transporte y comunicaciones se registró un crecimiento de 6,9% anual, el más alto desde 2007. La mayor contribución a su expansión la realizó el subsector de telecomunicaciones, impulsado en especial por el incremento en las coberturas de internet y de televisión por suscripción a tasas de dos dígitos. En lo que se refiere al transporte, también se evidenció un buen comportamiento en todas las modalidades, pero con un resultado sobresaliente en el caso del aéreo. En particular, este último se expandió a la mayor tasa de los últimos cinco años,

explicado, principalmente, por el número de pasajeros, que según cifras de la Aeronáutica Civil (Aerocivil) superó los 14,5 y 6,5 millones para los destinos nacionales e internacionales, respectivamente. Estas cifras constituyen los máximos registros de las series, y en el caso de los internacionales implicaron una tasa de crecimiento superior al 10%.

En cuanto al favorable desempeño del comercio, este se debió en buena parte al segmento minorista, que en general fue congruente con el buen comportamiento del consumo de los hogares. En 2011 las ventas al detal crecieron 10,8%, jalonadas en especial por las de automóviles (sobre todo en el primer semestre, pues en el segundo perdieron dinamismo), así como por textiles, prendas

de vestir y electrodomésticos. Gran parte de la importante dinámica de estas compras se debió a que los consumidores enfrentaron tasas de interés reales bajas y encontraron una buena disponibilidad de crédito, permitiendo un incremento notorio de las ventas de bienes durables y semidurables.

Otros sectores que también aportaron al crecimiento de la economía en 2011 fueron los servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas; la industria, y la construcción. En el primer caso, el sector de mayor peso en el valor agregado total (21%), su comportamiento obedeció en especial al buen desempeño de los servicios financieros, en particular al de la intermediación financiera, cuyo valor agregado aumentó a tasas de dos dígitos. Este hecho fue producto del importante dinamismo de la demanda por crédito, en un contexto donde los bancos comerciales mantuvieron activa su oferta. Por su parte, la expansión de la producción industrial (3,9% en el año) estuvo impulsada por las importantes inversiones en maquinaria y equipo, lo que les permitió a los industriales renovar su capacidad instalada y, por tanto, tener ganancias en productividad sin generar presiones importantes sobre su utilización. En el caso de la construcción, si bien se registraron incrementos tanto en las obras de infraestructura como en las edificaciones, se destacó en mayor medida el inicio y avance de obras en el segmento residencial, cuyo componente más dinámico fue el destinado a vivienda de interés social.

Ninguna rama de actividad registró una contracción de su valor agregado durante 2011. La de más pobre desempeño, pero creciendo de todas maneras, fue la de electricidad, gas y agua. Su comportamiento estuvo asociado tanto con la débil expansión de la demanda de energía eléctrica, variable que representa más del 60% en el total del PIB del sector y que creció solo 1,8% en el año (tasa menor a la registrada en 2010 y similar a la de 2009), como con la contracción registrada por el gas. A este último respecto cabe anotar que su caída fue resultado tanto del proceso

de sustitución que se efectuó en la generación de energía¹¹ como a problemas de transporte.

3. *Perspectivas de la actividad económica para 2012*

Al igual que para el resto de países emergentes, en 2012 el crecimiento de la economía colombiana dependerá de la magnitud y el desenvolvimiento de la crisis europea y de la manera como esta repercute en el desempeño de la producción local, mediante los distintos canales de transmisión. En la medida en que no se observe un deterioro más profundo en Europa, lo que se considera como más probable, es de esperar un efecto limitado sobre la economía colombiana. Esto excluiría la posibilidad de un contagio fuerte en 2012 para el país, tal como ocurrió en el segundo semestre de 2011.

En este contexto, se prevé un menor dinamismo de la demanda por las exportaciones colombianas respecto a lo observado el año pasado. Sin embargo, la expansión prevista para las economías emergentes llevará a que los precios de las materias primas continúen altos, favoreciendo el flujo de IED hacia el país y el ingreso nacional gracias a unos altos términos de intercambio. A lo anterior se suma el probable impulso que brindaría la inversión local a la demanda interna, en particular en sectores como la construcción, así como el hecho de que la economía seguirá contando con un sistema financiero sólido que continuará otorgando crédito a tasas relativamente bajas.

En este escenario más probable la percepción de riesgo se mantendría baja y no se daría un deterioro de la confianza de los agentes. Estos dos factores no permitirán una transmisión significativa de la turbulencia externa y favorecerán el crecimiento de la economía

¹¹ Pues se pasó de fuentes térmicas, las cuales son demandantes de gas, a fuentes hidráulicas con el fin de aprovechar los altos niveles de precipitaciones que se presentaron en el país durante el año.

colombiana a una tasa por encima de su promedio de los últimos años.

Las proyecciones más recientes para 2012 basadas en los anteriores supuestos permiten esperar un buen comportamiento para los diferentes tipos de gasto, aunque con desaceleración para casi todos ellos. Así, por ejemplo, para el consumo de los hogares se estima un crecimiento superior a su promedio desde 2000, impulsado por las compras de bienes durables y semidurables, aunque menor que el del año pasado. De continuar la tendencia que comenzó a observarse en la segunda mitad de 2011, para el presente año se destacaría la expansión del gasto de los hogares en servicios, el cual, gracias a su gran ponderación, contribuirá de manera importante a la dinámica del consumo privado. Estas previsiones tienen en cuenta el efecto de los aumentos recientes de la tasa de intervención del Banco de la República, los cuales, como se sabe, actúan con rezago sobre los niveles de endeudamiento y de gasto de los hogares.

El consumo del Gobierno, por su lado, sería el único componente de la demanda que se aceleraría en 2012. Se espera que este agregado crezca a una tasa cercana al doble de la observada un año atrás (cuando fue 2,6%), teniendo en cuenta que por lo general se observa un gasto más dinámico durante el segundo año de mandato del GNC. Además, para 2012 se espera la continuación y terminación de proyectos iniciados un año atrás. Cabe anotar que desde la segunda mitad de 2011 esta variable ya empezó a mostrar un mayor dinamismo.

Aunque se prevé que la inversión en capital fijo en 2012 crezca cerca del 10%, la dinámica dentro de sus componentes sería diferente a la observada el año anterior. En particular, para este año se proyecta una desaceleración en el gasto en maquinaria así como en equipo de transporte, frente a los muy altos registros de 2011. A pesar de lo anterior, el desempeño de estos rubros sería positivo en el presente año y, de esta forma completaría tres años de recuperación tras la crisis de 2009. De hecho, el nivel de las inversiones

en maquinaria y en equipo de transporte al finalizar 2012 sería aproximadamente 50% y 100% mayor, respectivamente, con respecto a tres años atrás.

En contraste con lo previsto para la inversión de la industria (representada en maquinaria y equipo) y para el sector de transporte, el crecimiento de la inversión en construcción, tanto en edificaciones como en obras civiles, se aceleraría en 2012. La expansión más pronunciada se espera en el componente de obras civiles, como resultado de la entrega de proyectos de infraestructura eléctrica y para el transporte de gas y petróleo, entre otros, así como por el inicio de obras viales en puertos y aeropuertos, con los que se busca preparar al país con miras a la implementación de los tratados de libre comercio firmados recientemente. En cuanto a la construcción de edificaciones, el mayor crecimiento con respecto al registrado en 2011 se explica por el buen comportamiento de las licencias de construcción aprobadas en dicho año; por los planes del GNC tendientes a la construcción de cerca de un millón de viviendas de interés social en los próximos años; por las expectativas de valorización del precio de la vivienda, y por la amplia disponibilidad de crédito.

Con respecto al comercio internacional, en 2012 se observaría una desaceleración significativa en el crecimiento de las importaciones, paralela a una de menor magnitud en las exportaciones. Las compras de bienes y servicios externos por parte de Colombia se expandirían este año a un ritmo menor que el promedio desde 2000, de la mano de la moderación de la demanda interna. Las exportaciones, por su parte, lo harían a una tasa superior a su promedio, consolidando el buen desempeño que mostraron el año pasado. Este relativo buen comportamiento de la ventas colombianas al extranjero, en el marco de una economía internacional turbulenta, sería posible dados los positivos aunque moderados pronósticos de crecimiento para los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial. Lo anterior implicaría una contribución de

la demanda externa neta al aumento del PIB levemente negativa.

Por el lado de las ramas de actividad, se espera que en 2012 continúe el buen comportamiento de la minería y la construcción, ambas con incrementos superiores a 8%. En el caso del sector minero, se prevé que la producción de petróleo se acerque al millón setenta mil barriles de crudo diarios a finales de año. Esta cifra, si bien es consecuente con los hallazgos de la actividad exploratoria de 2011, supone que se resuelven algunos cuellos de botella en el transporte de crudo. Adicionalmente, se espera que la producción de carbón supere los 95 millones de toneladas, lo cual, unido a la dinámica prevista en materia de petróleo, le permitirá a la minería alcanzar un buen guarismo. Por su parte, en el caso de la construcción, el favorable resultado reflejaría la dinámica esperada de la inversión en el sector, principalmente en los proyectos de infraestructura comentados y en el segmento residencial, dados los inicios de obra observados en 2011.

En materia de riesgos, el más importante contemplado en las proyecciones se relaciona con un empeoramiento significativo de la situación europea, lo cual implicaría que las medidas tomadas por las autoridades económicas de dicho continente no tengan la efectividad esperada para estabilizar su economía. En este escenario el contagio sobre la economía colombiana ganaría fuerza, afectando en mayor medida la confianza y la percepción de riesgo de los agentes y mermando el crecimiento pronosticado para la mayoría de agregados.

Así las cosas, considerando tanto el contexto más probable como los distintos riesgos a los que se enfrenta dicho escenario, los pronósticos sugieren que la economía colombiana podría expandirse a una tasa entre 4% y 6% en 2012. El crecimiento se ubicaría alrededor del punto medio del rango de pronóstico en caso de que no exista un deterioro adicional de la situación europea, en el cual se presente una recesión más profunda y prolongada que la anticipada y una parálisis mayor de los canales de

crédito. Por otro lado, si los riesgos en Europa se materializan y las medidas adoptadas por sus autoridades económicas resultan insuficientes, el crecimiento en Colombia tendería a acercarse al límite inferior del intervalo de pronóstico. Tampoco se puede descartar plenamente una expansión por debajo del 4% si las circunstancias externas replican la magnitud de la crisis de 2008-2009. Sin embargo, a estos últimos escenarios se les asigna una probabilidad baja.

B. Mercado laboral

El buen desempeño que vivió la economía colombiana durante el año 2011 tuvo efectos positivos en el mercado laboral. En términos generales, se observaron importantes avances en materia de creación de empleo en los diferentes dominios geográficos del país por tercer año consecutivo, con un aumento de cerca de un millón de nuevos puestos de trabajo en promedio en el año. Además, se registraron considerables disminuciones en la tasa de desempleo (TD). El Recuadro 2, pp. 96-98, hace un análisis completo del mercado de trabajo en Colombia.

1. Desempleo

Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en 2011 la TD registró disminuciones importantes y significativas con respecto a lo observado un año atrás. Con información del trimestre móvil octubre a diciembre, la TD del total nacional alcanzó 9,3%, 1,4 pp por debajo del mismo registro de 2010. En cuanto a las trece áreas metropolitanas y las cabeceras, se observaron tasas de 10,3% y 10,4%, respectivamente, también menores frente a las del año anterior (11,0% y 11,3%, en su orden). El dominio en el que se percibieron mayores variaciones negativas fue en el área rural¹²: la TD registrada

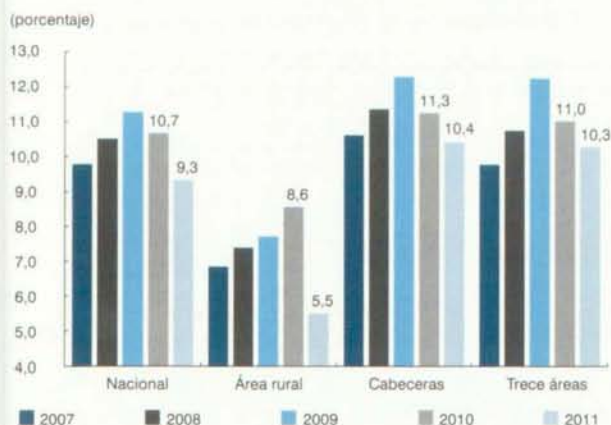
¹² En este informe se asocia al área rural con el dominio geográfico que el DANE denomina "resto".

allí fue de 5,5%, sensiblemente menor al 8,6% obtenido para el mismo período del año 2010 (Gráfico 32).

Un examen de las series desestacionalizadas¹³ confirma que la TD mantuvo una tendencia a la baja en todos los dominios durante el año 2011, especialmente marcada entre el segundo y tercer trimestres (Gráfico 33). La escasa caída observada en los últimos meses del año puede ser explicada por una aceleración de la participación laboral.

El descenso a lo largo del 2011 se presentó también en la TD de los jefes de hogar, tanto en el nivel nacional como en las trece áreas. Según las series desestacionalizadas, los niveles alcanzados a finales del año son equiparables con los valores mínimos observados para los últimos diez años. El análisis de esta variable permite la eliminación de efectos demográficos o de participación. Su comporta-

Gráfico 32
Tasa de desempleo
(trimestre móvil octubre-noviembre-diciembre)



Fuente: DANE (GEIH).

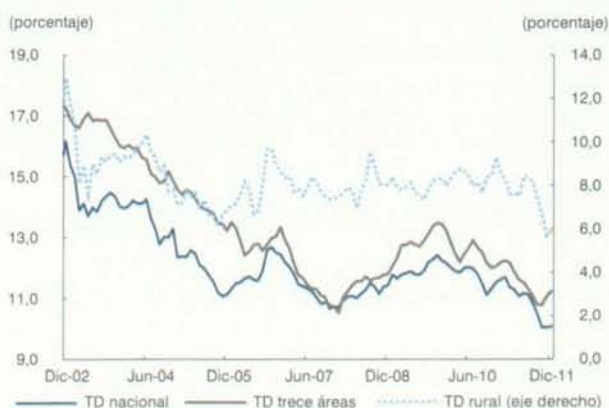
¹³ La información del mercado laboral suele presentar problemas de estacionalidad; es decir, los registros de distintos periodos no pueden ser comparados con el inmediatamente siguiente o anterior pues, dada la época del año, son determinados por distintos contextos. Por ejemplo, la TD suele ser más alta a principios de año, y tiende a descender a lo largo del mismo, por lo que no se pueden comparar directamente estos valores con otros meses del año. Por eso, es conveniente estudiar las series desestacionalizadas.

miento confirma que la buena situación de la economía en 2011 se tradujo en una mejoría de las condiciones del mercado laboral (Gráfico 34).

2. Oferta y demanda de trabajo

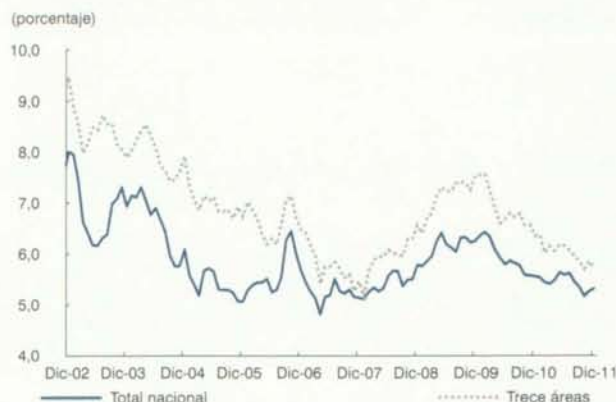
El desempleo puede entenderse como el desequilibrio entre la demanda y la oferta de

Gráfico 33
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 34
Tasa de desempleo de los jefes de hogar
(desestacionalizada)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

trabajo, por lo que en la práctica su dinámica se asocia con el comportamiento de la tasa global de participación (TGP), entendida como la oferta laboral, y la tasa de ocupación (TO), entendida como la demanda por trabajo.

Según lo anterior, si la demanda (TO) crece a un mayor ritmo que la oferta (TGP), el resultado sería una caída en la TD, lo cual fue consistente con lo observado durante el año 2011. En los dominios de interés la TO presentó variaciones anuales regularmente mayores a aquellas mostradas por la TGP (Gráfico 35). Para ese año el promedio del

crecimiento de la TO fue de 1,3% y 1,0% para el total nacional y las trece áreas, respectivamente, mientras que en el caso de la TGP fue de 0,8% y 1,0%.

Por otro lado, la oferta laboral también se incrementó, en especial por la entrada al mercado de trabajadores distintos a los jefes de hogar. Cabe señalar que desde mediados del año 2006 la TGP de este grupo de personas ha venido creciendo de manera fuerte y continua (Gráfico 36).

En todo caso, durante 2011 el crecimiento de la participación laboral fue absorbido por la ocupación. En el Gráfico 37 se evidencia que la población ocupada de todos los dominios, en términos absolutos, está creciendo a tasas alrededor del 5%.

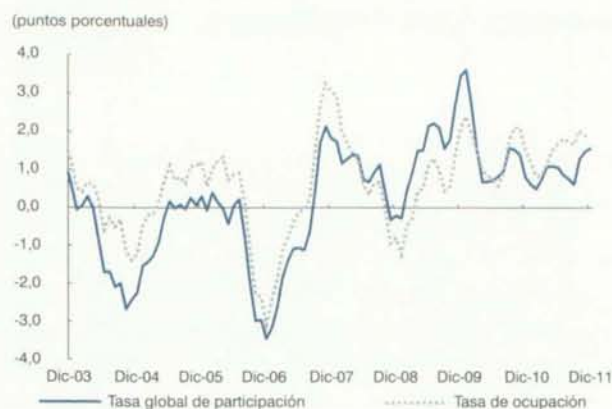
En 2011 la variación en el número de ocupados fue mayor que la del número de inactivos, con lo cual el número absoluto de desocupados cayó. Es decir, aquellas personas que antes hacían parte de la población económicamente inactiva y entraron a la económicamente activa (PEA) no engrosaron las filas del desempleo. Por el contrario, el ya reseñado dinamismo en la creación de empleo está no solo recibiendo a los integrados a la PEA, sino que está favoreciendo la caída en la TD.

Gráfico 35
Tasa global de participación y tasa de ocupación
(variación anual para el trimestre móvil)

A. Total nacional

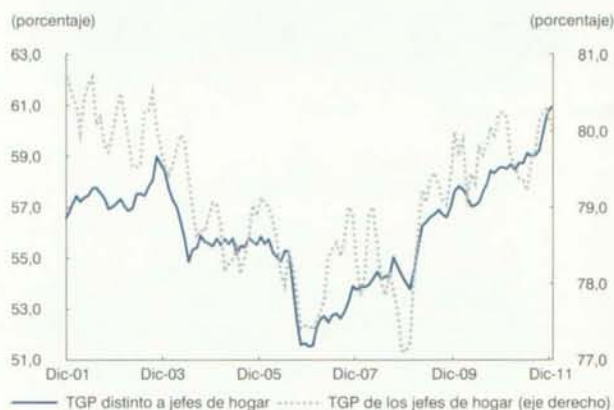


B. Trece áreas



Fuente: DANE (GEIH).

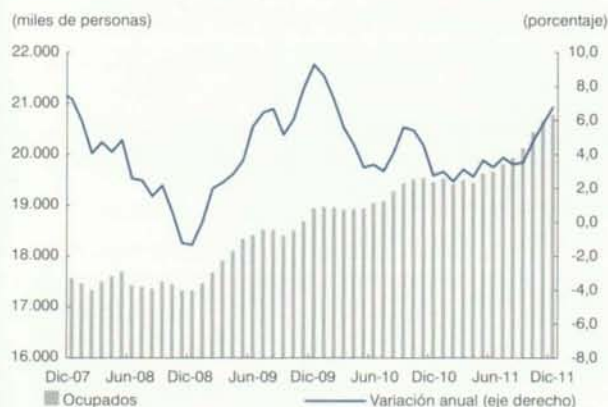
Gráfico 36
Tasa global de participación (TGP)
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
Población ocupada
(trimestre móvil desestacionalizado)

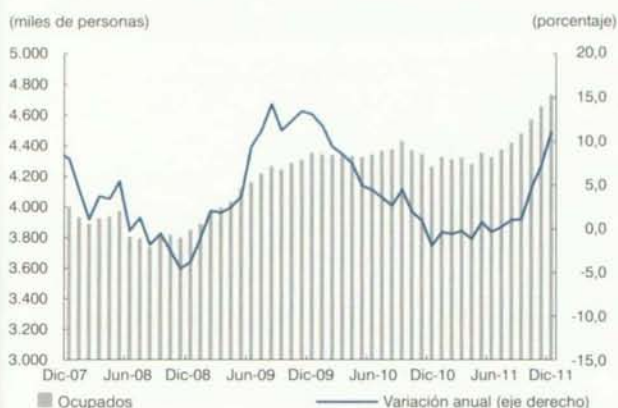
A. Total nacional



B. Trece áreas



C. Área rural



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Analizando por sectores, se observa que durante 2011 el que mayor participación tuvo dentro del aumento de los ocupados de las trece áreas metropolitanas fue el comercio. A diferencia de lo vivido durante 2010, la industria y la construcción también tuvieron participaciones positivas (Gráfico 38). Esta información confirma el robusto crecimiento económico impulsado, principalmente, por la dinámica del consumo interno.

Por el lado de los salarios, no se evidencian grandes ajustes para la mayoría de sectores, a pesar del buen momento por el que atraviesa la economía y por un mercado laboral menos holgado. Cuando los salarios nominales se deflactan por un indicador de inflación básica como el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos ni regulados, se observaron ajustes en términos reales a tasas promedio de 2% a lo largo del año. Estos ajustes fueron menores que los observados en 2010 (2,6% en promedio) (Gráfico 39).

3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

A pesar del buen desempeño general del mercado laboral, aún existen preocupaciones relacionadas con la calidad del empleo. Si bien

Gráfico 38
Contribución sectorial al crecimiento del número de ocupados, trece áreas
(mensual desestacionalizado)



Fuente: Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá.

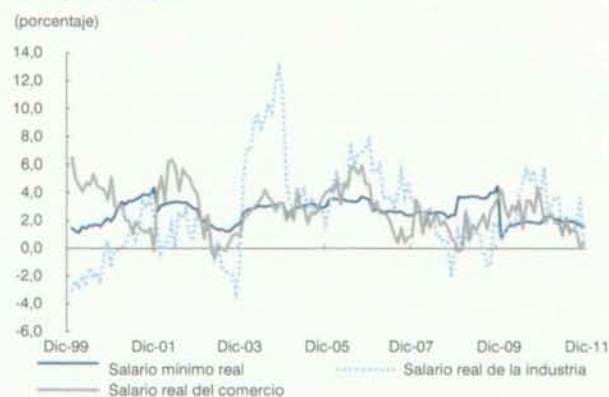
Gráfico 39

Salarios reales y variación anual
(desestacionalizados, deflactado por el IPC sin alimentos ni regulados)

A. Salarios reales



B. Variación anual



Fuentes: DANE y Ministerio de la Protección Social; cálculos del Banco de la República.

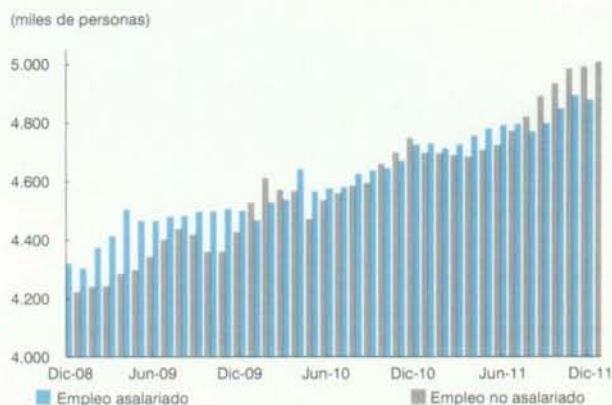
el número de ocupados está creciendo a tasas altas, el número de trabajadores catalogados como no asalariados¹⁴ (en las 13 áreas) ha venido aumentando aún más rápido. Esto fue evidente en el segundo semestre del año, pues en el primero el empleo asalariado creció a mayores tasas que el no asalariado (Gráfico 40).

¹⁴ Según el DANE, se define como ocupado no asalariado a todo aquel que sea empleado doméstico, trabajador cuenta propia, patrón o empleador, trabajador familiar sin remuneración, trabajador sin remuneración en otras empresas, jornalero o peón, entre otros.

Adicionalmente, con la clasificación alternativa del DANE, el número de ocupados informales¹⁵ aún es superior al número de ocupados formales, a pesar de las mayores tasas de crecimiento que presentaron estos últimos a lo largo del año 2011 (Gráfico 41).

Gráfico 40

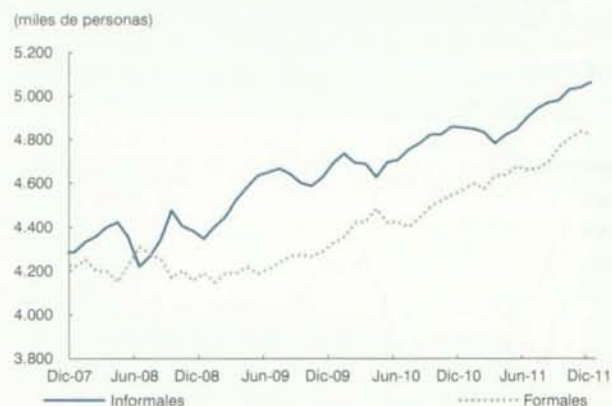
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 41

Número de ocupados formales e informales
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

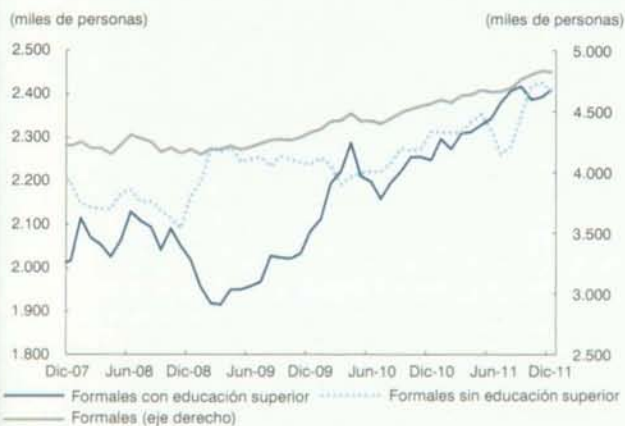
¹⁵ La informalidad se define, según el DANE, como todos aquellos empleados y patronos en empresas de menos de cinco trabajadores, los cuenta propia sin educación profesional, empleados domésticos y trabajadores sin remuneración.

Un análisis más detallado revela que, por el lado de los empleados formales, la expansión se ha dado, relativamente, por igual entre aquellos con y sin educación superior. En cuanto a los informales, se ha evidenciado una aceleración en el número de personas con educación superior, que si bien aún son una proporción muy baja del total de este grupo, crecieron a una tasa promedio anual de 9,7%, mayor a aquella presentada por personas sin educación superior (2,5%) (Gráfico 42).

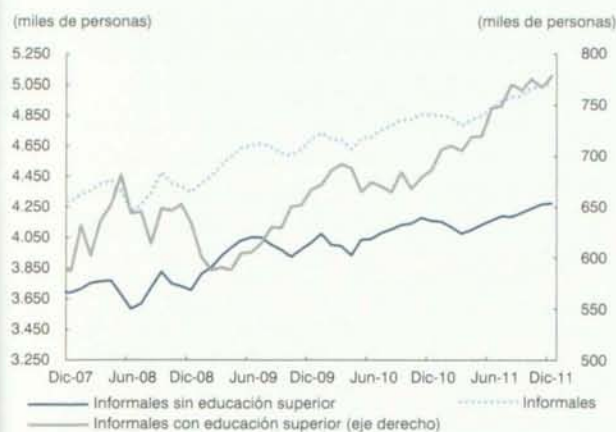
Gráfico 42

Número de ocupados por nivel de calificación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)

A. Formales



B. Informales



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

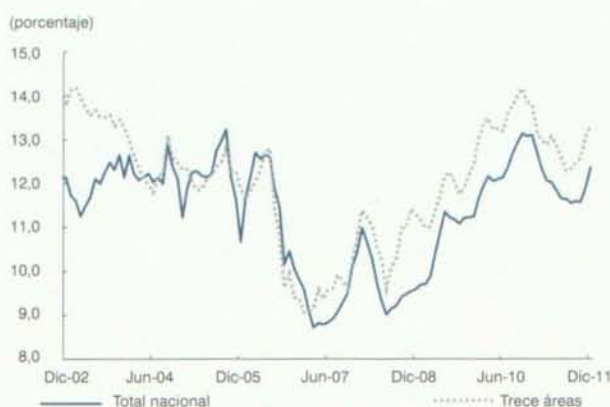
Finalmente, el subempleo tuvo comportamientos diversos a lo largo del año 2011. Luego de corregir por estacionalidad, durante el primer semestre la tasa de subempleo objetivo¹⁶ (TSO) mostró una marcada tendencia decreciente, que hacia finales del año se revirtió. En diciembre la TSO se ubicó en 13,3% para las trece áreas y 12,3% para el total nacional, similares a los niveles observados en diciembre de 2010 (Gráfico 43) y mayores a aquellos registrados en los demás meses del cuarto trimestre de 2011. Sin embargo, con la información disponible, es aún prematuro conjeturar un empeoramiento en la calidad del empleo.

4. Previsiones para 2012

Para 2012 se espera que el desempleo continúe con su tendencia decreciente en todos los dominios y entre los distintos grupos poblacionales. Es posible que a comienzos del año la TD aumente de nuevo y se sitúe en niveles

Gráfico 43

Tasa de subempleo objetivo
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

¹⁶ Según el DANE, el subempleo objetivo se define como la condición del trabajador que manifiesta deseo de mejorar sus ingresos, número de horas trabajadas o tener una labor más apropiada de acuerdo con sus competencias y habilidades. Además de ello, ha hecho lo posible por materializar su aspiración, y está en disposición de efectuar el cambio.

de dos dígitos, pero esto obedecería al comportamiento estacional propio de la serie. A enero de 2012 la información reportada por el DANE indicó que la TD se ubicó en 13,3% para las trece áreas y 12,5% para el total nacional, por encima de lo observado en diciembre, como se esperaba, pero menor que las del mismo mes de 2011 en 1,4 y 1,1 pp, respectivamente. Cabe destacar que para el total nacional esta fue la menor TD registrada de todos los meses de enero de la década reciente. A medida que avance el año y se confirmen los pronósticos de crecimiento presentados en la sección anterior, se espera que el empleo siga aumentando de manera similar a como lo hizo el año pasado. En este entorno será más probable que la TD siga reduciéndose y se consolide por debajo de dos dígitos, al tiempo que se pueden presentar mayores presiones sobre los salarios.

C. Inflación

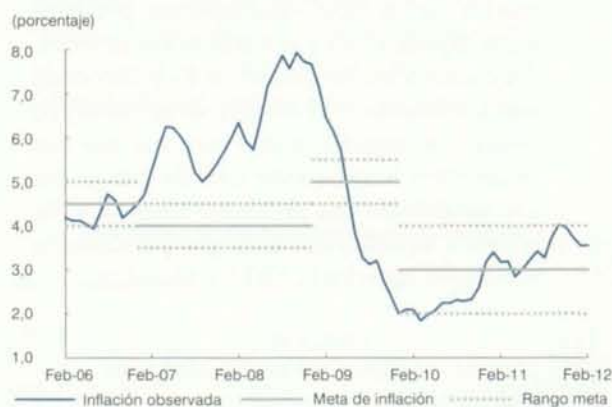
1. Los precios al consumidor en 2011

Luego de varios aumentos a lo largo de 2011, la inflación anual al consumidor se redujo 29 pb entre octubre y diciembre, terminando el año en 3,73%, cifra dentro del rango meta de largo plazo establecido por la JDBR (de 2% a 4%). Este resultado está 56 pb por encima del observado un año atrás (Gráfico 44 y Cuadro 4).

Aunque la inflación nunca se situó por encima del techo de dicho intervalo, sí se mantuvo por encima de su punto medio durante casi todo el año, llegando a alcanzar el 4% en el mes de octubre. Este comportamiento contrasta con el de un año atrás, cuando los resultados nunca superaron el 3%, excepto en diciembre (Gráfico 44).

La inflación básica también mostró una tendencia ascendente a lo largo del año, a juzgar por el comportamiento del promedio de los cuatro indicadores¹⁷, que pasó de 2,6% en

Gráfico 44
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

diciembre de 2010 a 3,2% un año después. No obstante, como se señalará, esta tendencia ascendente se revirtió a comienzos de 2012, lo que puede ser, en parte, atribuido a los ajustes en las tasas de interés que se comenzaron a adoptar a partir de febrero de 2011.

Un examen de cada uno de los indicadores de inflación básica muestra algunas diferencias en su comportamiento, con un aumento más marcado en el caso del núcleo 20, el cual terminó el año en 3,9%, esto es, 75 pb más que en 2010. El IPC sin alimentos ni regulados también presentó aumentos de consideración, aunque manteniendo el menor registro entre los cuatro indicadores (2,4% a diciembre de 2011). Por el contrario, el IPC sin alimentos subió 31 pb, terminando en diciembre en 3,1% (Gráfico 45).

En general, durante 2011 la inflación al consumidor en Colombia estuvo sometida a varios tipos de presiones alcistas. La primera de ellas fue por cuenta de los aumentos que registraron los precios internacionales de los alimentos en la segunda mitad de 2010 y comienzos de 2011 y que se transmitieron durante buena parte de este último año a los precios internos. La segunda se relaciona con choques climáticos asociados con el exceso de lluvias de 2010 y el primer semestre de 2011. En tercer lugar se señala el comportamiento

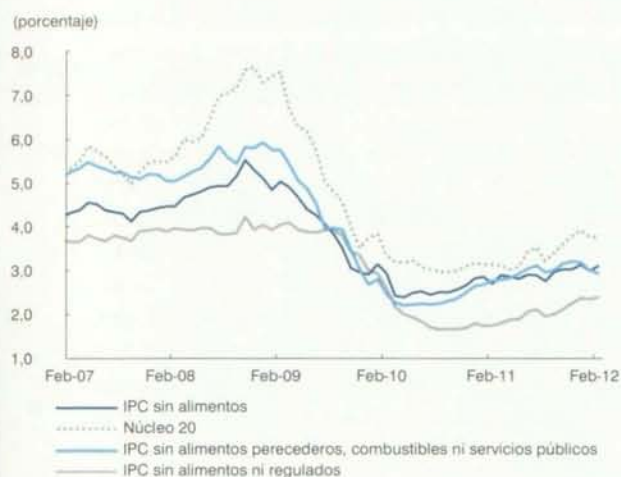
¹⁷ Estos son: IPC sin alimentos, núcleo 20, IPC sin perecederos, combustibles ni servicios públicos y el IPC sin alimentos ni regulados.

Cuadro 4
Indicadores de inflación al consumidor
(a febrero de 2012)

Descripción	Ponderación	Dic-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Ene-12	Feb-12
Total	100,00	3,17	3,19	3,23	3,73	3,73	3,54	3,55
Sin alimentos	71,79	2,82	2,90	2,91	2,98	3,13	3,00	3,10
Transables	26,00	(0,29)	(0,17)	(0,13)	0,16	0,80	0,72	0,73
No transables	30,52	3,52	3,40	3,83	3,49	3,64	3,64	3,70
Regulados	15,26	6,64	6,91	5,96	6,45	5,81	5,27	5,58
Alimentos	28,21	4,09	3,93	4,08	5,71	5,27	4,94	4,70
Perecederos	3,88	10,96	3,09	5,27	13,54	7,73	6,39	5,69
Procesados	16,26	2,32	3,48	3,30	4,09	4,50	4,05	3,94
Comidas fuera del hogar	8,07	4,52	5,17	4,97	5,26	5,59	5,93	5,65
Indicadores de inflación básica								
IPC sin alimentos		2,82	2,90	2,91	2,98	3,13	3,00	3,10
Núcleo 20		3,17	3,12	3,43	3,40	3,92	3,78	3,76
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		2,65	2,79	3,05	3,02	3,18	3,01	2,94
IPC sin alimentos ni regulados		1,79	1,80	2,06	2,01	2,38	2,35	2,39
Promedio de todos los indicadores		2,61	2,65	2,86	2,85	3,15	3,03	3,05

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 45
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

del ciclo agrícola para ciertos alimentos perecederos, que condujo a una baja oferta en buena parte de 2011.

Otra fuente de presiones provino del repunte del precio internacional de los combustibles hacia finales de 2010 y en el primer semestre de 2011, lo que se tradujo en reajustes anuales superiores al 5,0% durante todo el año en el precio interno de la gasolina y en las tarifas de transporte. A esto se sumaron los problemas de transporte de gas. Estas dos circunstancias llevaron a incrementos relativamente altos en el IPC de regulados, similares a los observados en 2010.

Además, los factores anteriores se dieron en medio de un fuerte crecimiento económico y una reducción de los excesos de capacidad instalada, por lo que los precios de bienes y

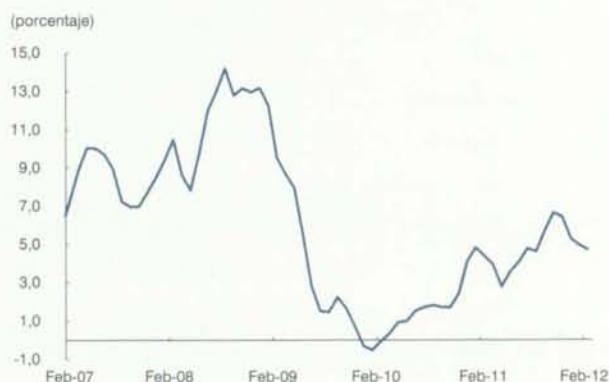
servicios no transables, que en otras circunstancias hubieran podido compensar aquellas presiones alcistas citadas anteriormente, no lo hicieron esta vez. Así, sus tasas de ajuste anual se mantuvieron en los niveles relativamente altos y similares a los observados en 2010, con alguna aceleración en la segunda mitad del año.

En 2011 no se hicieron evidentes presiones por cuenta de los ajustes de los salarios, como lo sugieren los aumentos que se observaron en los sectores de la industria y de la construcción, los cuales no superaron el 5,0%, en línea con la meta del Banco. En el comercio los aumentos de salarios fueron similares, aunque se aceleraron a finales de año. Respecto al tipo de cambio, la apreciación de la primera mitad del año pudo haber amortiguado algunas de las presiones alcistas provenientes del exterior, pero durante la segunda mitad, al revertirse su tendencia, se evidenciaron alzas en los precios de varios bienes transables que no se habían observado en más de un año.

Por subcanastas, los mayores aumentos en precios se observaron en los alimentos y en los bienes y servicios regulados. En el primer caso, la variación anual llegó a situarse por encima de 6,0% en octubre y noviembre, pero cedió en diciembre a 5,3% (Gráfico 46). Entre mayo y octubre se presentaron aumentos de precios en varios alimentos perecederos y semiprocesados, con especial fuerza en el caso de la papa y los productos de origen avícola, que habrían obedecido a los efectos de las fuertes lluvias de finales de 2010 y del primer semestre de 2011. Adicionalmente, en el caso de la papa y otros productos, es posible que durante 2010 sus bajos precios en términos relativos hayan desestimulado la oferta un año después; sin embargo, hacia finales de 2011 ambos factores empezaron a ceder.

Los mayores precios internacionales de los alimentos en 2011 frente a 2010, junto con el comportamiento de la tasa de cambio en la segunda mitad del año, también provocaron alzas en los precios al consumidor de productos de origen importado como aceites, cereales y sus derivados. Aunque estos incrementos

Gráfico 46
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

no fueron sustanciales, al ser comparados con las caídas de 2010, se observa una acumulación positiva a la aceleración de la inflación anual. Adicionalmente, las favorables condiciones de la demanda interna permitieron ajustes altos y crecientes en el rubro de comidas fuera del hogar (que representa 8,1% en la canasta del IPC), siendo esta probablemente la principal evidencia de presiones de demanda (Cuadro 4).

Respecto al IPC de regulados, su variación anual se mantuvo cerca o por encima de 6,0% durante todo el año y solo en noviembre se redujo y terminó el año en 5,8%. Los precios de esta subcanasta han ejercido presiones inflacionarias desde mediados de 2010, una vez las cotizaciones internacionales del petróleo se recuperaron de la caída ocasionada por la recesión mundial de 2008-2009. Durante 2011 el precio del petróleo se mantuvo en niveles históricamente altos y ello implicó ajustes anuales superiores al 6,0% en el precio interno de la gasolina durante casi todo el año, aunque menores que los observados en 2010 y a un ritmo cada vez menor. Hay que tener en cuenta que una parte del precio interno de la gasolina está vinculado con la cotización internacional y con el tipo de cambio mediante fórmulas establecidas por el Gobierno, lo que

hace que en el largo plazo sus movimientos estén algo correlacionados, pero no necesariamente en el corto y mediano plazos.

Dentro de los regulados, también se observaron ajustes de consideración en el precio del gas, a los cuales contribuyó una insuficiente capacidad de transporte para atender el auge en la demanda. Los anteriores fenómenos se reflejaron, a su vez, en alzas de alguna consideración en las tarifas de energía eléctrica y del transporte público urbano (Gráfico 47, Cuadro 4).

En 2011 se presentó un cambio en la tendencia de los precios transables sin alimentos ni regulados, cuya variación anual retornó a terreno positivo a mediados de año, después de cuatro trimestres de contracción, situándose a diciembre de 2011 en 0,8% (Gráfico 48). Los precios de varios bienes transables, dentro de los que sobresalen vehículos, dejaron de caer y registraron al final del año, algunas alzas moderadas. El quiebre en la tendencia coincidió con la depreciación del peso a partir de agosto y aunque podría explicarse en parte por ella, también se pudo haber dado por el dinamismo de la demanda interna.

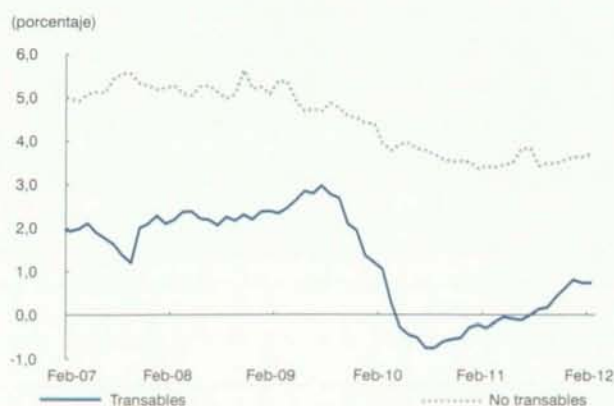
La variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados no presentó una tendencia definida en 2011 y fluctuó

alrededor de 3,5%, salvo algunos incrementos transitorios a mediados de año. Este comportamiento contrasta con el observado en los dos años anteriores, cuando esta se redujo desde niveles superiores al 5,0% como repuesta al debilitamiento de la demanda y a las menores expectativas de inflación ocasionadas por la recesión mundial (Gráfico 49).

La estabilidad de los no transables no permite inferir la existencia de presiones sobre

Gráfico 48

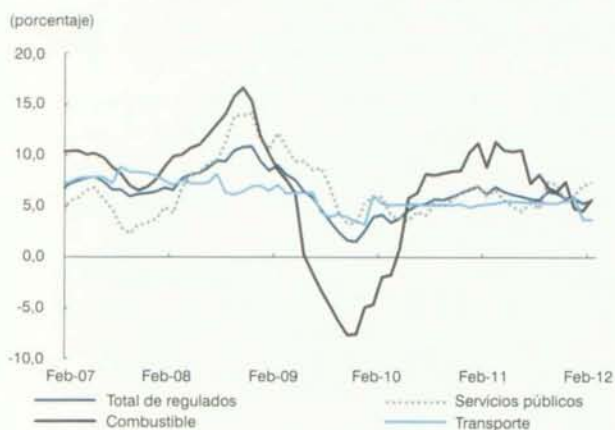
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República

Gráfico 47

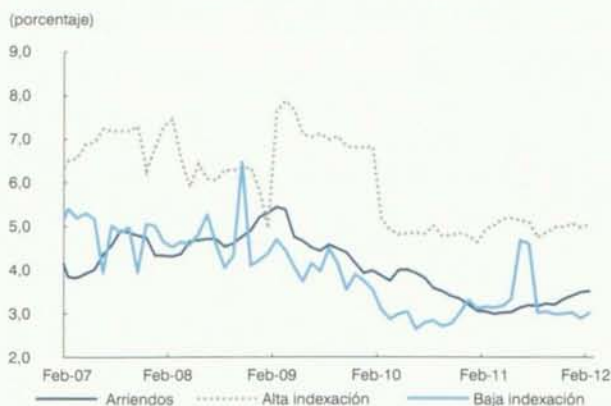
IPC de regulados y sus componentes (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 49

IPC de no transables (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

precios atribuibles a la demanda interna; sin embargo, un examen de los componentes de esta subcanasta podría sugerir la existencia de algunas. Es el caso de los arriendos, donde se observó una aceleración en los ajustes anuales en la segunda mitad del año (de 3,0% en mayo a 3,4% en diciembre). Este comportamiento se dio pese a que la construcción de vivienda, y por tanto su oferta, cobraron dinamismo en los últimos trimestres de 2011.

2. *La inflación en 2012: primeros resultados y perspectivas*

En los primeros dos meses del año la inflación anual al consumidor descendió frente a los resultados de finales del año pasado, situándose en 3,55% en febrero. La inflación básica también disminuyó en enero, y en febrero registró pocos cambios, cuando el promedio de los cuatro indicadores se situó en 3,05%, ligeramente por debajo del dato de diciembre (gráficos 44 y 45 y Cuadro 4).

En general, por grupos los resultados han estado dentro de lo previsto por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. El descenso en el primer bimestre ha sido posible por una reducción en la variación anual de alimentos y de regulados. Por el contrario, las cifras para los IPC de transables y no transables se han mantenido en niveles similares a los de diciembre del año pasado.

En alimentos unas buenas condiciones de oferta han seguido permitiendo reducciones en los precios de algunos productos perecederos como la papa, mientras que la apreciación del peso en estos dos primeros meses ha limitado los incrementos de los precios de los alimentos de origen importado, pese a algunas alzas en el ámbito internacional. Estas buenas noticias, sin embargo, fueron compensadas parcialmente por incrementos en el rubro de comidas fuera del hogar, que pueden estar vinculados con el aumento del consumo y del salario mínimo de 5,8%. Al respecto, cabe señalar que trabajos de investigación adelantados en el Banco muestran que existe una estrecha relación entre los incrementos

del salario mínimo y los ajustes en el precio de las comidas fuera del hogar¹⁸ (Gráfico 46).

Por el lado del IPC de regulados, el descenso en su variación anual fue el resultado de un reajuste menor al esperado en el grueso de las tarifas del transporte público en Bogotá, a diferencia de lo que aconteció a comienzos de 2011. Sin embargo, en el primer bimestre continuaron aumentos de importancia en los precios de la gasolina, el gas y la energía, que en especial son atribuibles a las alzas en la cotización internacional del petróleo (Gráfico 47).

El fortalecimiento del peso pudo haber frenado la aceleración de la variación anual de transables sin alimentos ni regulados, la cual se situó en febrero en 0,7%; sin embargo, el hecho de que este indicador no haya descendido como sucedió en ocasiones anteriores puede ser un síntoma de la fortaleza del consumo.

Respecto al IPC de no transables sin alimentos ni regulados, los datos a febrero (3,7%) aumentaron solo un poco frente a diciembre; no obstante, rubros de gran importancia como el de arriendos y el de servicios de la salud continuaron acelerándose, algo que se esperaba dado el dinamismo de la demanda y la importancia de los mecanismos de indexación en la fijación de estos precios. Estos aumentos han sido compensados por eventos puntuales como la generalización de la gratuidad en educación¹⁹ y por los límites a los ajustes de las tarifas de los servicios financieros²⁰.

La tendencia que desde hace varios meses traen los arriendos podría sugerir una expansión importante de la demanda que no ha sido fácilmente satisfecha por la oferta, pese

¹⁸ Véase L. E. Arango; L. Ardila; M. Gómez (2010). "Efecto del cambio del salario mínimo en el precio de las comidas fuera del hogar en Colombia", Borradores de Economía, núm. 584, Banco de la República.

¹⁹ Véase el Decreto 4807 del 20 de diciembre de 2011 del Ministerio de Educación Nacional.

²⁰ Véase el Decreto 4809 del 20 de diciembre de 2011 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

a la fuerza que ha venido ganando la construcción de vivienda. En efecto, la inversión de edificaciones (que corresponde principalmente a vivienda) creció 5,3% en todo 2011, con una aceleración en la segunda mitad del año.

Para el resto del año los pronósticos del equipo técnico del Banco muestran que la inflación anual al consumidor se mantendrá en niveles similares o algo superiores a los actuales hasta el tercer trimestre, y luego descenderá hacia el cuarto. Aunque la inflación no deberá superar el techo del intervalo meta (de 2% a 4%), tampoco se prevé que se sitúe por debajo de su punto medio (3%). Cabe señalar que los pronósticos mencionados incluyen el efecto de los ajustes a la política monetaria (Gráfico 50).

En la medida en que se espera una moderación del crecimiento económico, como se señala en las secciones precedentes, y que las decisiones sobre tasas de interés adoptadas por la JDBR en meses pasados impedirán el desbordamiento del crédito y deberán mantener a raya las expectativas de inflación, las presiones sobre precios provenientes de la demanda seguirían contenidas. De esta manera, la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados solo aumentaría un

poco a lo largo de 2012, para luego descender el año siguiente. Algo similar deberá acontecer con otros componentes del IPC altamente sensibles a la demanda, como comidas fuera del hogar, por ejemplo.

Además, la moderación de la demanda, junto con un impacto bajo esperado de la tasa de cambio, atenuarán los ajustes de los precios de los bienes transables. Aun así, en el caso de la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados se sigue anticipando un aumento hasta el tercer trimestre del año, aunque siempre manteniéndose por debajo del piso del rango meta.

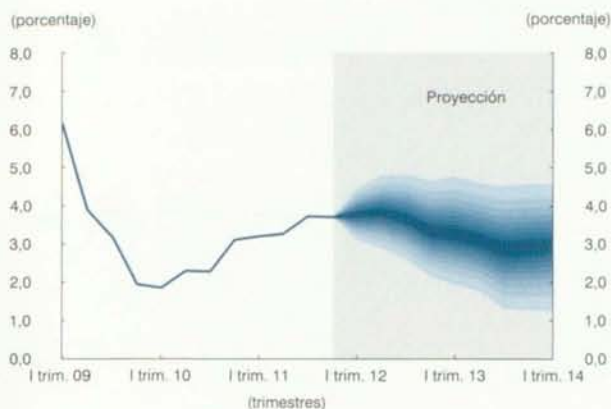
La senda central de pronóstico contempla ajustes todavía importantes para los precios de regulados y de alimentos, superiores a aquellos que se observarían en las canastas de transables y no transables, aunque menores que los de 2011. Detrás de los aumentos relativamente importantes se supone que los precios internacionales del petróleo y los alimentos conservarán los altos niveles del año anterior, lo que continuará presionando los costos de producción y comercialización de alimentos importados y producidos en el país, y de servicios como los de transporte público, energía y gas.

Sin embargo, cabe señalar que el comportamiento esperado del tipo de cambio podría amortiguar estas presiones sobre costos. Algo de esto se ha visto en los últimos meses con el descenso de la variación anual del índice de precios del productor (IPP) y que, en buena parte, ha sido posible por un retroceso en la variación de los precios de las materias primas importadas asociada con la apreciación del peso de comienzos de año (Gráfico 51).

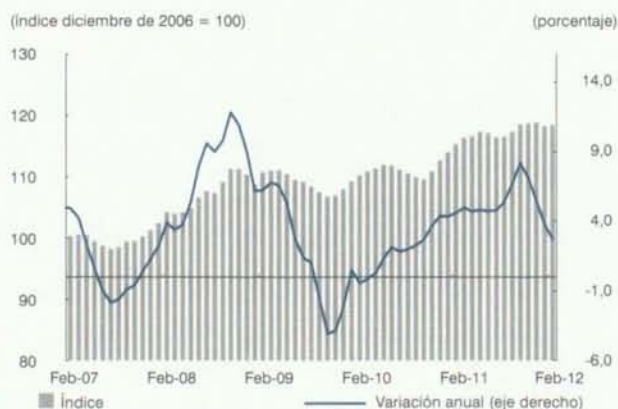
Por otro lado, en el clima se proyectan condiciones normales desde mediados del segundo trimestre, una vez el fenómeno de La Niña desaparezca. Esta circunstancia y precios todavía altos en algunos productos perecederos permiten confiar en una oferta agropecuaria relativamente favorable que impedirá ajustes mayores que en 2011.

Así las cosas, la probabilidad de que la inflación total al consumidor se sitúe en el

Gráfico 50
Fan chart de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 51
IPP total

Fuente: DANE.

rango meta en 2012 es alta, algo similar también puede afirmarse sobre la inflación básica. Dicha senda supone que los efectos de la reducción de aranceles por cuenta de la implementación del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos ocurrirían en 2013 o en los años siguientes.

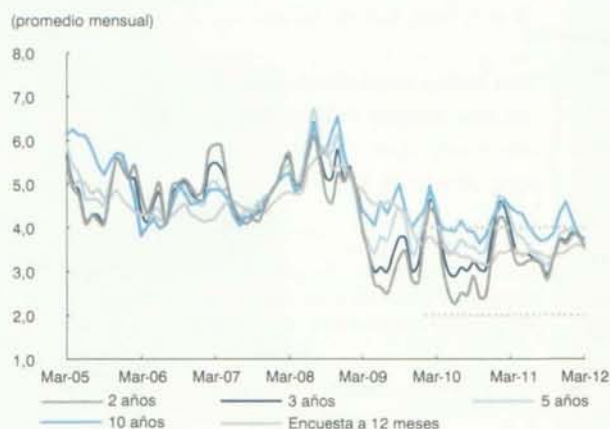
Estos pronósticos, sin embargo, enfrentan algunos riesgos al alza. El más importante de ellos es el que proviene de los altos precios internacionales de los combustibles, como consecuencia de los problemas geopolíticos y de la fortaleza de la demanda en economías emergentes. A mediados de marzo la cotización del petróleo Brent se situó en US\$122 el barril, cifra mayor que la contemplada en los pronósticos de inflación (US\$108 para el promedio del año). Si estos niveles no ceden, podrían observarse alzas en los costos externos e internos de producción y transporte, con repercusiones importantes en la inflación al consumidor en Colombia mediante el IPC de combustibles y transporte y las expectativas de inflación, tal y como sucedió entre 2007 y 2008.

El dinamismo de la demanda interna también genera riesgos alcistas sobre la inflación, en especial si los aumentos en la tasa de interés de referencia efectuados en meses anteriores resultaran insuficientes para moderar

la expansión del crédito de manera oportuna. Aunque en los años anteriores el esfuerzo en materia de inversión efectuado por el país fue importante y se espera algo similar en 2012, hoy en día diferentes indicadores y modelos sugieren que los excesos de capacidad productiva se han agotado considerablemente. Hacia la segunda mitad del año pasado y comienzos de este empezaron a evidenciarse algunos cuellos de botella en sectores como el de gas natural y en transporte. En un entorno como este, un crecimiento económico mayor al previsto (de alrededor de 5%) puede traducirse en aumentos de precios no compatibles con el cumplimiento de la meta de largo plazo.

El ajuste del salario mínimo de 5,8% para 2012 también conlleva riesgos. Hay que tener en cuenta que en Colombia las ganancias en productividad del trabajo no suelen superar el 1,0% por año, por lo que un aumento del salario como el decretado puede comportar aumentos en los costos laborales por unidad de producto superiores al 3,0%. Además, dados los diferentes mecanismos de indexación, esto puede repercutir en las revisiones de otros salarios y de algunos precios.

El último riesgo alcista son las expectativas de inflación a uno o más años, que superan el 3,5% (Gráfico 52). Así, un choque transito-

Gráfico 52
Break-even inflation a 2, 3, 5 y 10 años^{a/}

a/ Metodología Nelson y Siegel.

Fuente: Banco de la República.

rio de precios puede afectar las expectativas de inflación y por tanto el cumplimiento de la meta de largo plazo.

D. Sector financiero y tasas de interés

A finales de 2008 las proyecciones de crecimiento y de aumento de precios para 2009 mostraban una economía y una inflación que se desacelerarían fuertemente como consecuencia de la crisis financiera internacional. Por lo anterior, la JDBR redujo en varias oportunidades y de manera sustancial la tasa de interés de referencia. Así, desde diciembre de 2008 y hasta abril de 2010 la tasa repo de expansión a un día se redujo de 10% a 3%.

Luego, en febrero de 2011 la JDBR decidió que el estímulo monetario debía reducirse e inició una serie de aumentos graduales en su tasa de intervención. Esto se dio en un contexto de una demanda interna dinámica y de una inflación que se aceleraba de forma lenta, pero continua. El precio de la vivienda relativo al IPC continuaba creciendo y alcanzó niveles históricamente altos, mientras que el crédito, en especial el dirigido al consumo, registraba aumentos cada vez a mayores tasas anuales muy superiores que las del PIB nominal. Así, entre febrero de 2011 y un año después se realizaron nueve incrementos en la tasa de referencia, cuyo nivel pasó de 3% a 5,25%.

El aumento en la tasa de referencia se transmitió a la tasa interbancaria (TIB) y a las tasas promedio de captación y de colocación, las cuales registraron incrementos similares²¹. Por destino de crédito, y exceptuando las tasas de interés de préstamos hipotecarios, todas se han incrementado más que la tasa repo de expansión a un día.

Por su parte, entre finales de 2009 y el tercer trimestre de 2011 el crecimiento de la cartera presentó una aceleración importante. Su variación real anual en moneda nacional

pasó de 1,6% en noviembre de 2009 a 18% en agosto de 2011. A partir de entonces este comportamiento se estabilizó y en febrero de 2012 se situó en 16%. La cartera de consumo es la más dinámica y registra aumentos anuales reales cercanos a cuatro veces el crecimiento económico estimado para el presente año.

1. Comportamiento de las tasas de interés durante 2011

a. Tasas de interés de mercado

Como se mencionó, desde el cambio de postura monetaria, la JDBR ha aumentado en nueve oportunidades la tasa de interés de referencia desde un nivel de 3,0% el 25 de febrero de 2011 a 5,25% actualmente (225 pb en total). Durante el mismo período, la TIB a un día aumentó en 218 pb, desde un nivel de 3,05% a 5,23% el 2 de marzo de 2012 (Gráfico 53).

El cambio de postura de la JDBR se ha reflejado en aumentos generalizados de las tasas de interés, tanto activas como pasivas. Con respecto a estas últimas, desde febrero de 2011 y hasta finales del mismo mes de 2012 la

Gráfico 53
Tasa de interés de intervención del Banco de la República
y tasa de interés interbancaria (TIB)



²¹ Las comparaciones anuales de las tasas de interés en este documento corresponden a las observadas al cierre de mes monetario; así, las tasas de febrero de 2011 corresponden al cierre del 25 de dicho mes y las de febrero de 2012 al cierre del 2 de marzo.

a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 2 de marzo de 2012.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

DTF aumentó 193 pb y se ubicó en 5,35%²²; a su vez, la tasa de interés promedio de los CDT a todos los plazos aumentó 216 pb y se situó en 5,96%²³ (Gráfico 54).

En cuanto a las tasas de interés activas, como se ha explicado en ocasiones anteriores, al inicio de 2011 y previo al cambio de postura de la política monetaria se presentó una fuerte caída en la demanda de créditos comerciales, como respuesta a la reforma tributaria de finales de 2010 y en particular a los cambios sobre el gravamen a los movimientos financieros ($\text{GMF: } 4 \times 1.000$)²⁴. En consecuencia, los desembolsos de los créditos de consumo, que se realizan a tasas de interés más altas, aumentaron su participación. Este hecho, junto con el aumento de la tasa de interés de usura, terminó por afectar de manera importante la tasa de interés promedio ponderada activa de todo el sistema en los primeros meses de 2011.

Del lado de los hogares, la tasa de interés de la cartera de consumo pasó de 17,5% en febrero de 2011 a 18,52% a finales de diciembre del mismo año y a 18,96% en febrero de 2012. Con respecto a las otras líneas de crédito destinadas a las familias, se tiene que en el último año la tasa de interés de tarjeta de crédito aumentó 632 pb²⁵, en línea con el incremento en la tasa de usura de 647 pb en el mismo lapso. Mientras que la tasa de interés de vivienda aumentó 81 pb, al pasar de 12,77% a 13,58% (Gráfico 55).

²² Este es el nivel de la DTF en la semana de cálculo, la cual tiene vigencia para la semana siguiente. En particular, la DTF corresponde a la tasa de captación de CDT a noventa días de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

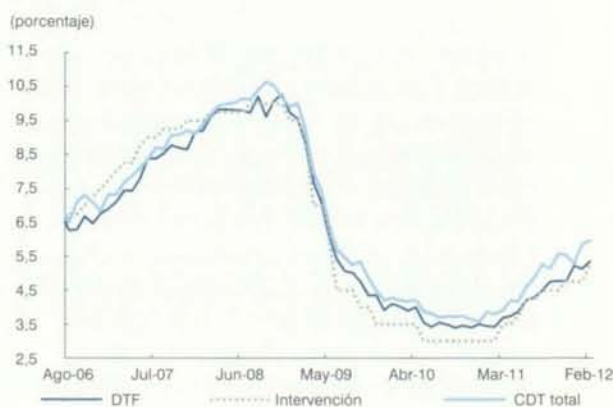
²³ La tasa de captación de los CDT corresponde a la tasa a todos los plazos, reportada por todos los establecimientos de crédito a la Superintendencia Financiera de Colombia.

²⁴ Durante 2010 los desembolsos semanales promedio de las carteras comercial y de consumo ascendieron a \$4.094 mm y a \$512 mm, respectivamente, mientras que en 2011 estos promedios fueron \$2.321 mm y \$629 mm. Por tanto, los desembolsos de la cartera comercial, los cuales presentan menores tasas de interés, perdieron participación en el total de desembolsos.

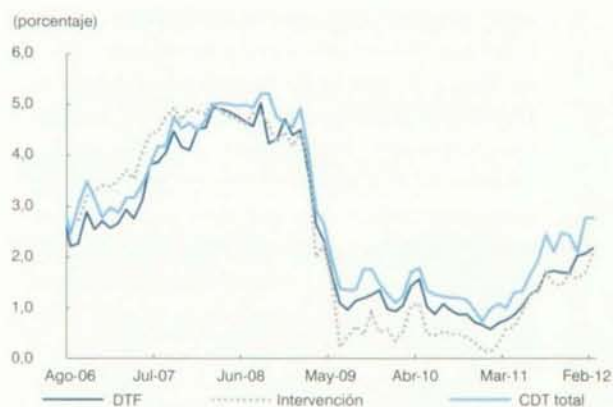
²⁵ De 22,72% a 29,05% entre febrero de 2011 y febrero de 2012.

Gráfico 54
Tasas de interés pasivas y tasa de interés de intervención del Banco de la República

A. Nominales^{a/}



B. Reales^{b/}



a/ La información corresponde al cierre del mes monetario. La DTF corresponde a la tasa en el momento de la captación (operación), la cual tiene vigencia en la siguiente semana.

b/ La información corresponde al cierre del mes monetario. Deflactado con el IPC sin alimentos.

Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

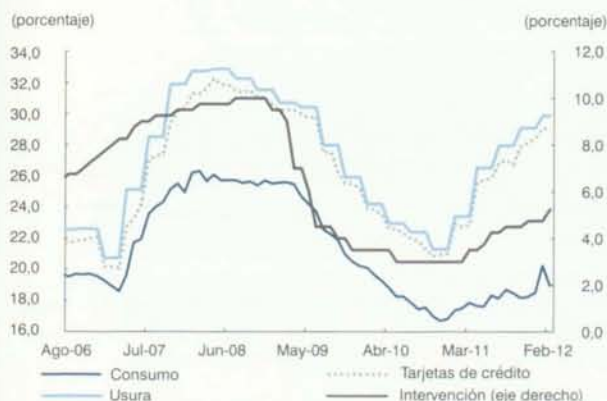
En el caso de los créditos comerciales, su tasa de interés pasó de 8,55% en febrero de 2011 a 10,72% un año después (217 pb)²⁶.

²⁶ Para el cálculo de esta tasa, debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

Gráfico 55

Tasas nominales de interés de créditos a hogares y de intervención del Banco de la República^{a/}

A. Consumo



B. Vivienda



a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario.

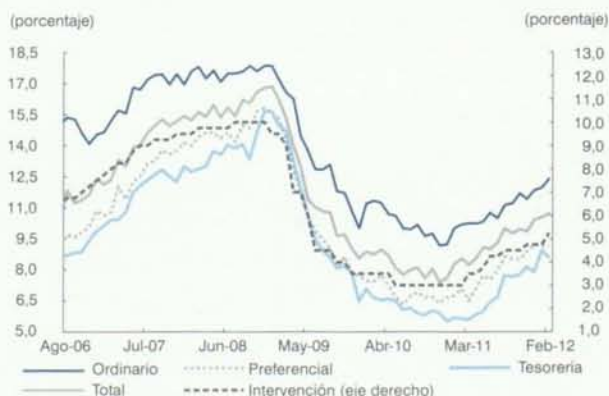
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

Por modalidad, el incremento en las tasas fue: para los créditos ordinarios, de 10,19% a 12,39% (221 pb); para los preferenciales, de 7,06% a 9,17% (211 pb), y para los de tesorería de 5,64% a 8,59% (295 pb) (Gráfico 56).

La tasa de interés de microcrédito aumentó de 34,29% en febrero de 2011 a 35,52% a finales de febrero de 2012 (123 pb) (Gráfico 57).

El promedio ponderado de las tasas de interés de consumo y comercial, calculado por el Banco de la República, aumentó de 10,97%

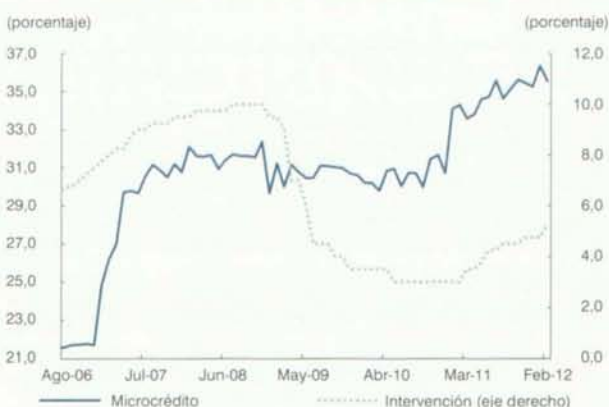
Gráfico 56

Tasas nominales de interés de créditos comerciales y de intervención del Banco de la República^{a/}

a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario. Para el cálculo de la tasa de interés comercial total, debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 57

Tasas nominales de interés para microcréditos y de intervención del Banco de la República^{a/}

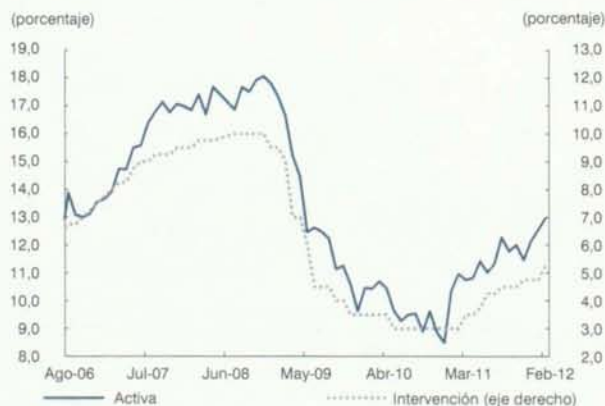
a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario.

Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

en febrero de 2011 a 12,97% en el mismo mes de 2012 (201 pb)²⁷ (Gráfico 58).

²⁷ La tasa de interés activa calculada por el Emisor considera los créditos comerciales y de consumo. Para el primero se toman las modalidades de crédito ordinario, preferencial y

Gráfico 58
Tasas de intervención del Banco de la República
y tasa activa del sistema^{a/}



a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario. La tasa activa es el promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se calcula considerando una quinta parte de su desembolso.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

b. El mercado de deuda pública

En 2011 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos presentaron un comportamiento mixto. Las tasas de los títulos que vencen entre 0 y 2 años y entre 2 y 5 años registraron en promedio incrementos de 116 pb y 14 pb, respectivamente, mientras que las tasas entre 5 y 15 años disminuyeron en promedio 43 pb²⁸ (Gráfico 59). Lo anterior implicó un aplanamiento de la curva de 159 pb aproximadamente en todo el año.

En los primeros dos meses de 2011 la curva de TES presentó desvalorizaciones en todos los plazos ante el aumento en las expectativas de inflación a causa de la ola invernal, y la publicación del dato de inflación de diciembre de 2010, que resultó superior al esperado

tesorería. Debido a la alta rotación de este último, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

²⁸ Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Emisor con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 59
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión
del Banco de la República



Fuentes: SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

por el mercado²⁹. En este contexto, surgieron expectativas de que el Banco de la República comenzaría el retiro del estímulo monetario en el primer semestre del año, lo cual fue confirmado en las seis reuniones de JDPR a partir del 25 de febrero, período en el cual realizó incrementos consecutivos de 25 pb de la tasa de referencia. Un incremento adicional se realizó en noviembre, y la tasa repo a un día terminó en 4,75% en 2011.

Las desvalorizaciones de los títulos en el primer bimestre del año estuvieron atenuadas por algunos anuncios en materia fiscal que generaron tranquilidad entre los agentes del mercado de deuda pública, al reducir las expectativas de mayores emisiones de TES. En enero el Ministerio de Hacienda presentó su plan para la atención de la emergencia invernal, aclarando que no realizaría una emisión adicional de TES para conseguir los recursos necesarios³⁰, y posteriormente dio a conocer

²⁹ En diciembre de 2010 la inflación anual fue 3,17%, mientras que el mercado esperaba 2,78%.

³⁰ La entidad señaló que estos recursos (entre \$14,3 billones (b) y \$16,3 b entre 2011 y 2014) serían adquiridos con el recaudo del impuesto al patrimonio (\$3,3 b), el gravamen a los movimientos financieros (\$2 b), excedentes de tesorería de 2010 (\$1,0 b) y la venta de un porcentaje de Ecopetrol (entre \$8,0 y \$10,0 b).

los resultados preliminares del balance fiscal del GNC para 2010, en los cuales se evidenciaba un menor déficit fiscal al estimado inicialmente³¹.

Luego, las tasas de corto plazo aumentaron a medida que se incorporaban los incrementos en la tasa de referencia por parte del Emisor colombiano, los cuales en su mayoría fueron anticipados por el mercado. Por su parte, los precios de los títulos de mediano y largo plazos presentaron una tendencia de valorización hasta principios de septiembre, en respuesta a diversos factores, dentro de los cuales se destacan: i) la credibilidad de las acciones de política monetaria que se estaban implementando; ii) la publicación de datos de inflación³² inferiores a los pronosticados por el mercado, junto con la reducción del precio de la gasolina³³; iii) anuncios positivos en materia fiscal, tales como un recaudo tributario adicional al presupuestado durante el primer trimestre del año y el incremento de la meta de recaudo³⁴, la aprobación de la Ley de la Regla Fiscal por parte del Congreso de la República, la reducción del déficit proyectado para el año 2012³⁵ y los resultados favorables en la

colocación de un bono global³⁶; iv) la mejora a grado de inversión, que las agencias Standard & Poors, Moody's y Fitch Ratings hicieron a la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia, en marzo, mayo y junio, respectivamente³⁷; y v) el dato de crecimiento del PIB de la primera parte del año por encima de las expectativas de los analistas.

A partir de septiembre y hasta finales del año los bonos se desvalorizaron, aunque los de largo plazo lo hicieron en menor grado frente a las valorizaciones registradas hasta el tercer trimestre del año. El aumento de las tasas de corto plazo estuvo asociado con el incremento de la tasa de referencia de 25 pb en el mes de noviembre. Por su parte, el comportamiento de las tasas de mediano y largo plazos estuvo relacionado con el canje de deuda del Gobierno colombiano³⁸ y con el aumento de la percepción de riesgo internacional, ocasionado por la mayor probabilidad de incumplimiento por parte de Grecia, así como el mal desempeño de otras economías de la región europea.

³¹ Sin incluir el efecto de la ola invernal, el déficit del GNC se redujo en 0,6 pp frente a lo proyectado en la revisión del plan financiero de 2011 realizada en septiembre de 2010, ubicándose en 3,7% del PIB. Al incluir el costo fiscal de la emergencia invernal, el déficit del GNC ascendió a 3,9% del PIB, inferior al observado en 2009 (4,1%).

³² Febrero, marzo, abril y agosto.

³³ En agosto se anunció un recorte de \$100 en su precio.

³⁴ El Gobierno anunció un recaudo tributario adicional al presupuestado de \$1,0 b durante el primer trimestre del año, y manifestó que era posible que en 2011 se recaudaran en el mejor de los casos \$4,0 b adicionales a los estimados inicialmente. Posteriormente, el 30 de agosto el Gobierno modificó la meta de recaudo de 2011 de \$76,1 b a \$79,2 b, y manifestó que el déficit del GNC se redujera a 3,5% del PIB (con emergencia invernal), lo que representaría una disminución de 0,5% frente al déficit proyectado para 2011.

³⁵ En el *Marco fiscal de mediano plazo* (MFMP) y el *Plan financiero* 2012, presentados al Congreso de la República, el Ministerio de Hacienda anunció una reducción del déficit fiscal del GNC de 4% del PIB en 2011 (con emergencia invernal incluida) a 2,4% del PIB en 2014. Para el año 2012 se esperaba que el déficit del GNC se redujera a 3,5% del PIB (con emergencia invernal), lo que representaría una disminución de 0,5% frente al déficit proyectado para 2011.

³⁶ El Gobierno realizó la colocación por US\$2.000 m de un bono denominado en dólares con vencimiento en 2021 y cupón de 4,375%. La demanda por esta emisión ascendió a US\$7.300 m (*bid to cover*: 3,65 veces) y la tasa de la emisión se ubicó en 4,425%, de tal manera que el *spread* fue de 130 pb con respecto al bono del Tesoro estadounidense de igual plazo. El Gobierno anunció que los recursos adquiridos serían utilizados para el pago del servicio de deuda externa, y resaltó que la tasa de financiación había sido la más baja del Gobierno en los mercados internacionales de largo plazo.

³⁷ El 16 de marzo Standard & Poors pasó la calificación de largo plazo de BB+ a BBB-, y la de corto plazo de B a A3, con panorama estable. Moody's aumentó la calificación de Ba1 a Baa3 el 31 de mayo. El día 22 de junio Fitch Ratings aumentó la calificación desde BB+ a BBB-, con perspectiva estable.

³⁸ El canje, llevado a cabo el 20 de septiembre, tuvo una demanda de \$8,7 b, de los cuales se aprobaron \$6,4 b. El canje de deuda pública interna consistió en recoger del mercado títulos con vencimiento en 2012, 2013 y 2014, a cambio de la entrega de TES con vencimiento en 2015, 2018 y 2026, de los cuales la última referencia correspondía a una emisión nueva. El Gobierno señaló que fue el canje más grande realizado hasta ese momento en el país, y que con la operación se había mejorado el perfil de vencimientos y se habían reducido las necesidades de colocación de TES por subasta para los próximos tres años (para 2012 en \$1,7 b; 2013 en \$2,2 b y 2014 en \$2,5 b).

En lo corrido de 2012 (hasta el 29 de febrero) los TES denominados en pesos han presentado comportamientos mixtos. Las tasas de títulos que vencen entre 0 y 2 años han registrado en promedio un incremento de 13 pb, mientras que las tasas de 2 a 5 años y de 5 a 15 años han disminuido, en promedio, 10 pb y 31 pb, respectivamente. Esto implica un aplanamiento de la curva de 45 pb en lo corrido del año. Hasta mediados de febrero las tasas de corto plazo presentaron un comportamiento estable debido a que el efecto alcista, producto del aumento de la tasa de referencia de 25 pb en la reunión de enero (hasta 5,0%), fue compensado por la respuesta del mercado al anuncio del Ministerio de Hacienda de suspender las subastas de bonos de corto plazo³⁹. Posteriormente, las tasas aumentaron ante expectativas de un nuevo incremento de la tasa de referencia en febrero, que efectivamente se llevó a cabo, dejándola en 5,25%.

En cuanto a las tasas de mediano y largo plazos, al parecer su comportamiento está relacionado con el optimismo de los participantes del mercado ante anuncios positivos en materia fiscal⁴⁰, la colocación exitosa de bonos de deuda externa⁴¹, así como algunas

señales de recuperación económica en los Estados Unidos, las cuales han contribuido a reducir la percepción de riesgo de los agentes locales. Adicionalmente, las tasas han estado influenciadas por la disminución de las expectativas de inflación ante las últimas decisiones de política monetaria y el dato de inflación de febrero, que resultó inferior al pronosticado por el mercado.

2. *Base monetaria, crédito y fuentes de financiamiento del sistema financiero*

En un esquema en el cual el banco central suministra toda la liquidez necesaria para mantener las tasas de interés de mercado alineadas con la de política, el comportamiento de la base y de otros agregados monetarios refleja, principalmente, la demanda de dinero del sector real y de liquidez primaria por parte del sistema financiero. Por otro lado, el desempeño del crédito está determinado tanto por las necesidades de gasto de todos los agentes como por la oferta de los establecimientos de crédito.

a. *Base monetaria: fuentes y usos*

i. *Fuentes de expansión de la base*

La liquidez primaria de la economía es suministrada por el Banco de la República mediante operaciones con el resto de agentes, en especial con las entidades financieras. El Banco inyecta liquidez a la economía cuando aumenta sus activos o reduce sus pasivos no monetarios y viceversa.

En diciembre de 2011 el crecimiento nominal anual de la base monetaria fue 14,4%, lo que implicó un aumento de su saldo de \$6.464 mm. Como se aprecia en el Cuadro 5, las principales operaciones que explican la expansión de la liquidez en pesos fueron: las compras netas de divisas del Emisor en el mercado cambiario por \$6.790 mm (US\$3.720 m), y

³⁹ Se suspendieron las subastas de TES de corto plazo hasta la última semana de junio de 2012, cuando serán revisadas las necesidades de liquidez del segundo semestre.

⁴⁰ A principios de febrero el Ministerio de Hacienda anunció que, con datos preliminares, el déficit del sector público consolidado (SPC) durante 2011 había sido 2,2% del PIB, inferior al estimado en diciembre (2,9%) gracias a un mejor desempeño fiscal del Gobierno central y las regiones. Por lo anterior, el déficit de aquel, pronosticado para 2012, pasó de 3,0% a 2,8%. De acuerdo con la entidad, la mayor disponibilidad de recursos en caja y la disminución en el déficit proyectado permitieron que se redujeran las necesidades de liquidez de la DGTNCP al menos durante el primer semestre del año.

⁴¹ Se colocaron US\$1.500 m a treinta años a una tasa inferior a las tasas de colocación de bonos que anteriormente se subastaron a plazos similares: los bonos vencen en 2041 y fueron colocados a una tasa de 4,964% después de recibir demandas por cerca de US\$3.600 m. En 2009 estos bonos fueron colocados a una tasa de 6,198%. Los bonos que vencen en 2037 fueron colocados en 2006 y 2008 a tasas entre 6,601% y 7,453%, los que vencen en 2033 fueron colocados en 2003 a 11,250% y 8,947%, y los que vencen en 2028 fueron colocados a 11,587% en el año 2000. Estos recursos fueron utilizados para recomprar bonos de deuda externa con vencimiento entre 2013 y

2027, y el remanente sería utilizado para financiar necesidades presupuestales de 2012 en dólares.

Cuadro 5
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)
(variación trimestral)^{a/}

Concepto	2010					2011				
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total
I. Gobierno	(3.363)	(2.914)	(3.466)	8.974	(769)	(8.782)	(2.795)	(3.229)	12.443	(2.363)
Traslado de utilidades ^{b/}	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pesos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	(3.363)	(2.914)	(3.466)	8.974	(769)	(8.782)	(2.795)	(3.229)	12.443	(2.363)
II. TES regulación	(805)	(1.250)	(57)	(334)	(2.446)	(5)	(258)	(27)	(36)	(325)
Compras definitivas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ventas definitivas	(800)	(1.199)	0	0	(1.999)	0	0	0	0	0
Vencimiento	(5)	(52)	(57)	(334)	(448)	(5)	(258)	(27)	(36)	(325)
III. Operación de liquidez del Emisor	(158)	4.366	1.627	(3.862)	1.974	2.995	2.108	64	(3.634)	1.534
Expansión ^{c/}	526	3.174	1.412	(3.033)	2.079	2.160	2.014	78	(3.042)	1.210
Contracción	(683)	1.192	215	(829)	(105)	835	94	(14)	(592)	323
IV. Divisas^{d/}	764	2.341	433	2.283	5.822	2.329	2.193	2.267	0	6.790
Opciones <i>put</i> para control de volatilidad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Opciones <i>call</i> para control de volatilidad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Subasta de compra directa	764	2.341	433	2.283	5.822	2.329	2.193	2.267	0	6.790
V. Otros^{e/}	238	173	134	205	750	202	196	150	280	828
Variación total de la base	(3.323)	2.716	(1.329)	7.267	5.330	(3.261)	1.445	(774)	9.053	6.464
Saldo de la base monetaria	36.222	38.937	37.608	44.875	44.875	41.614	43.060	42.286	51.339	51.339

a/ Estas cifras corresponden al cierre del mes calendario.

b/ El 27 de febrero de 2009 se giraron las utilidades al Gobierno en dólares (US\$320,4 m; es decir, \$818,6 mm).

c/ Incluye repos a un día, *overnight* y a mediano plazo.

d/ No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.

e/ Dentro del rubro "otros" se incluye el efecto monetario del P y G del Banco, así como el efecto monetario de los depósitos por endeudamiento y portafolio externos.

Fuente: Banco de la República.

la mayor liquidez otorgada por el Banco de la República en operaciones con el sistema financiero (\$1.534 mm), en particular, el aumento de repos por \$1.210 mm y la reducción de depósitos remunerados no constitutivos de encaje por \$323 mm.

Esto fue contrarrestado parcialmente por el mayor saldo de depósitos de la Dirección

General del Tesoro Nacional y Crédito Público (DGTNCP) en el Banco de la República⁴² (\$2.363 mm) y, en menor medida, por la

⁴² A partir de junio de 2005, la DGTNCP deposita sus excedentes en pesos en cuentas del Emisor colombiano, el que a su vez remunera el saldo de estos depósitos a tasas de interés de mercado.

reducción en el saldo del portafolio de TES en poder del Emisor como resultado de vencimientos por \$325 mm.

ii. Usos de la base monetaria

En 2011 la demanda de la base monetaria presentó una variación promedio anual de 15%, superior en 3,8 pp a la observada en el mismo periodo de 2010. En términos reales, este resultado implicó un aumento de 11,2%, mayor en 2,5 pp al observado en 2010 (Gráfico 60).

Lo anterior fue producto del incremento de efectivo en poder del público y de la reserva bancaria del sistema financiero, cuyos promedios anuales en 2011 se situaron en 15,2% y 14,8%, respectivamente (11,4% y 11% en términos reales). Estos crecimientos nominales del efectivo y de la reserva fueron mayores en 4,9 pp y 1,8 pp, en su orden, a los observados en 2010.

b. Fuentes y usos de los establecimientos de crédito

Al analizar las principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito se observa que la cartera y las inversiones representan sus

principales activos⁴³, mientras que los pasivos sujetos a encaje (PSE) constituyen sus principales obligaciones. En 2011 continuó acelerándose el ritmo de crecimiento de la cartera, en especial la de consumo; no obstante, en el último trimestre del año ese comportamiento se estabilizó.

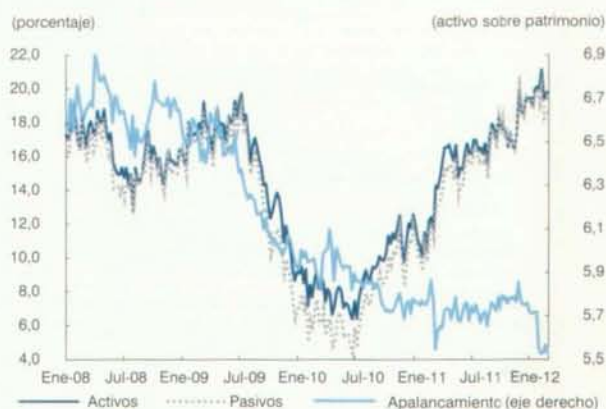
El nivel de apalancamiento, medido como la relación activos/patrimonio, presentó una reducción durante todo 2009 y hasta el segundo trimestre de 2010. Este hecho estuvo acompañado por una desaceleración continua tanto en el crecimiento de los activos como en el de los pasivos de los establecimientos de crédito hasta el segundo trimestre de 2010 (Gráfico 61). A partir de ese momento la tendencia se revirtió y se ha observado una aceleración en el incremento de las cuentas del balance en general, fenómeno que no ha estado acompañado de cambios importantes en

Gráfico 60
Base monetaria real
(variación porcentual anual de promedios mensuales)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 61
Crecimiento porcentual anual de los activos y pasivos de los establecimientos de crédito, y nivel de apalancamiento⁴⁴



a/ Dentro de los pasivos se consideran los repos con el Emisor y los PSE. Dentro de los activos se netean las cuentas del pasivo diferentes de las anteriores. El nivel de apalancamiento se calculó como la relación activos/patrimonio.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

⁴³ Para el presente análisis, dentro de los pasivos de los establecimientos de crédito se consideran únicamente los repos con el Emisor y los PSE. Por tanto, los activos corresponden al valor neto entre los activos totales y las demás cuentas del pasivo, diferentes de las anteriores.

el nivel de apalancamiento. A finales de 2011 las expansiones nominales anuales del activo y del pasivo fueron 19,4% en ambos casos.

i. Fuentes

En 2011 la principal fuente de financiación de los establecimientos de crédito correspondió

a los PSE (Cuadro 6). En particular, a finales de diciembre el saldo de los PSE presentó un incremento anual de \$36.221 mm (19%). Esta variación se explica por el mayor saldo en cuentas de ahorro y de CDT por \$17.614 mm y \$12.755 mm, respectivamente, equivalentes a variaciones nominales anuales de 22,5% y 23%. En cuanto a los saldos de cuentas corrientes y

Cuadro 6
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito
(miles de millones de pesos)

	Saldos fin de mes			Variación anual absoluta		Variación porcentual anual	
	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-10	Dic-11	Dic-10	Dic-11
Activo^{a/}							
Posición propia de contado ^{b/}	1.245	440	773	(746)	325	59,9	73,9
Reserva bancaria	13.756	15.105	17.940	1.350	2.835	9,8	18,8
OMA pasiva del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	746	490	588	(256)	98	(34,3)	20,0
Total cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda nacional	144.448	163.762	198.568	19.314	34.806	13,4	21,3
Cartera bruta	131.147	149.484	180.552	18.337	31.069	14,0	20,8
Cartera bruta con <i>leasing</i>	13.301	14.278	18.016	977	3.737	7,3	26,2
Inversiones	49.561	57.039	59.691	7.477	2.652	15,1	4,6
Otros activos netos (OAN) ^{c/}	(2.646)	(3.705)	908	(1.118)	4.622	40,0	(124,5)
Total	207.110	233.131	278.468	26.021	45.337	12,6	19,4
Pasivo							
Repos con el Banco de la República	441	2.496	3.595	2.055	1.099	466,0	44,0
PSE	171.693	190.294	226.515	18.601	36.221	10,8	19,0
Cuentas corrientes	26.967	32.321	35.394	5.354	3.072	19,9	9,5
Ahorros	65.748	78.306	95.920	12.558	17.614	19,1	22,5
CDT	59.312	55.481	68.236	(3.830)	12.755	(6,5)	23,0
Bonos	11.502	15.680	18.020	4.178	2.341	36,3	14,9
Depósitos fiduciarios	4.044	4.077	4.219	33	142	0,8	3,5
Depósitos a la vista	3.554	4.423	4.726	869	304	24,5	6,9
Repos con el sector real	567	6	0	(560)	(6)	(98,9)	(100,0)
Patrimonio	34.976	40.340	48.358	5.364	8.018	15,3	19,9
Total	207.110	233.131	278.468	26.021	45.337	12,6	19,4

a/ Neto de patrimonio y de los pasivos de los establecimientos de crédito diferentes a repos con el Banco de la República y PSE.
b/ No incluye comisionistas de bolsa. Las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del período.

c/ La variación de los otros activos netos recoge los cambios en las cuentas activas, pasivas y de patrimonio (incluidas las utilidades del período) que no se discriminan en este cuadro, junto con las variaciones en la posición propia de contado que no se explican por la variación del saldo de la cuenta.

Fuente: Banco de la República.

de bonos, estos aumentaron \$3.072 mm (9,5%) y \$2.341 mm (14,9%), en su orden. Es importante anotar que, frente a lo observado en 2010 y la primera parte de 2011, los depósitos a plazo presentaron una mayor dinámica y aumentaron su ritmo de crecimiento.

El comportamiento de los PSE condujo a un crecimiento promedio anual del M3 de 14,4% en 2011 (10,6% en términos reales) (Gráfico 62). Por otra parte, al discriminar el M3 entre los sectores público y privado, los incrementos nominales fueron 13,9% y 19%, respectivamente (Cuadro 7).

ii. Usos

En 2010 los activos de los establecimientos de crédito estuvieron dirigidos más hacia el

Gráfico 62
Agregado amplio M3 real
(variación porcentual anual de promedios mensuales)



Fuente: Banco de la República.

Cuadro 7
Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado
(miles de millones de pesos)

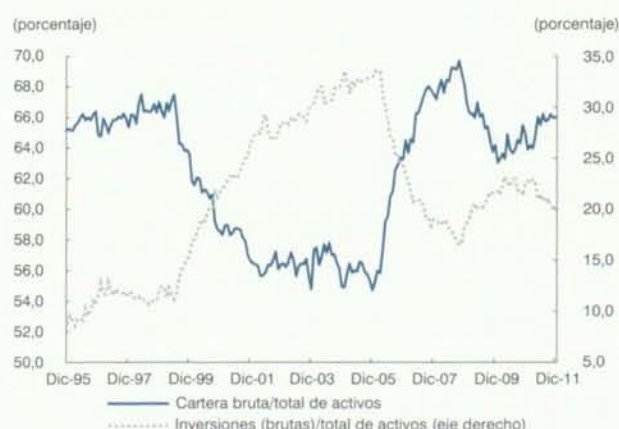
	Saldos a diciembre		Crecimiento anual (porcentaje)
	2010	2011	
M3 privado	186.273	221.716	19,0
Efectivo	29.720	33.404	12,4
PSE	156.553	188.312	20,3
Cuentas corrientes	24.476	27.597	12,7
CDT	52.055	64.222	23,4
Ahorro ^{a/}	62.660	76.661	22,3
Otros	17.361	19.833	14,2
M3 público	33.556	38.213	13,9
Cuentas corrientes	7.859	7.859	0,0
CDT	3.426	4.014	17,1
Ahorro	15.653	19.062	21,8
Otros	6.617	7.279	10,0
M3 total	219.828	259.930	18,2
Efectivo	29.720	33.404	12,4
PSE	190.108	226.525	19,2
Cuentas corrientes	32.335	35.456	9,7
CDT	55.481	68.235	23,0
Ahorro	78.313	95.722	22,2
Otros	23.979	27.112	13,1

a/ Esta serie no incluye los depósitos de la Caja de Vivienda Militar creada en julio de 2006.
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

crédito que hacia las inversiones. En 2011 esta situación se repitió, e incluso hacia finales del año el saldo de la cartera ganó aún más participación en el total de los activos, comparado con el saldo de las inversiones (Cuadro 6 y Gráfico 63). En particular, mientras que el saldo de las inversiones en moneda nacional en 2011 presentó un incremento anual de \$2.652 mm (4,6%), el saldo de balance de la cartera bruta de los establecimientos de crédito en la misma moneda presentó una variación anual de \$34.806 mm (21,3%). Al incluir las titularizaciones dentro de esta cartera, su saldo fue \$204.822 mm en diciembre de 2011, con una variación anual de \$33.799 mm (19,8%) (Cuadro 8).

En 2011 continuó el dinamismo en el ritmo de crecimiento de todas las modalidades

Gráfico 63
Cartera e inversiones (brutas)/total de activos^{a/}



a/ Sin entidades financieras especiales.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 8
Cartera bruta del sistema financiero^{a/}

	Saldo en miles de millones de pesos fin de diciembre de			Crecimiento porcentual anual fin de diciembre de		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
A. Moneda nacional	149.196	171.023	204.822	4,4	14,6	19,8
Comercial ^{b/}	88.233	100.123	117.172	4,0	13,5	17,0
Consumo ^{c/}	41.198	48.080	59.929	1,3	16,7	24,6
Hipotecaria ajustada ^{d/}	15.925	18.514	21.765	11,5	16,3	17,6
Microcrédito ^{e/}	3.840	4.305	5.956	24,6	12,1	38,4
B. Moneda extranjera	4.720	10.171	14.273	(37,5)	115,5	40,3
Total cartera ajustada (A + B)	153.916	181.194	219.095	2,3	17,7	20,9
Memo ítem						
Hipotecaria ^{f/}	11.178	11.254	15.511	11,4	0,7	37,8

a/ Sin FEN, sin entidades financieras especiales y sin entidades en liquidación. Incluye *leasing*. Para el cálculo de las variaciones anuales se tomaron los siguientes cierres: 2008: 1 de enero de 2009, y 2009: 2 de enero de 2010.

b/ Créditos distintos a los de vivienda, de consumo y microcrédito definidos en los literales c/, d/, e/ y f/.

c/ Créditos otorgados a personas naturales cuyo objeto sea financiar la adquisición de bienes de consumo o el pago de servicios para fines no comerciales o empresariales, independientemente de su monto.

d/ Son créditos de vivienda, independientemente del monto, aquellos otorgados a personas naturales destinados a la adquisición de vivienda nueva o usada, o a la construcción de vivienda individual. Corresponde a las cuentas de los créditos hipotecarios de los establecimientos de crédito ajustados por las titularizaciones.

e/ Crédito otorgado a microempresas cuyo saldo de endeudamiento con la respectiva entidad no supere ciento veinte (120) salarios mínimos legales mensuales vigentes (Decreto 919 de 2008).

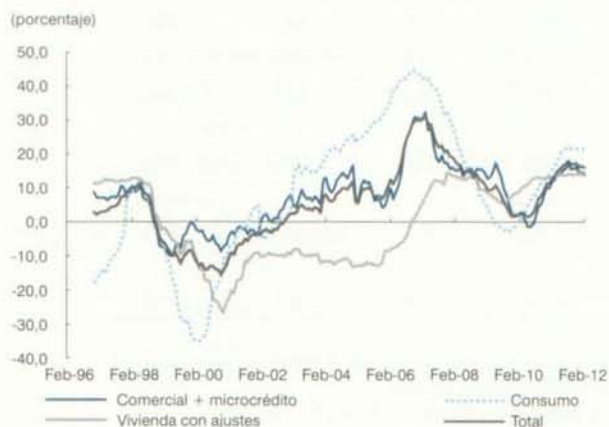
f/ Son créditos de vivienda, independientemente del monto, aquellos otorgados a personas naturales destinados a la adquisición de vivienda nueva o usada, o a la construcción de vivienda individual. Corresponde a las cuentas de los créditos hipotecarios de los establecimientos de crédito.

Fuente: Formato semanal 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de cartera en moneda legal. En el caso de los créditos comercial y de consumo, las variaciones nominales anuales a diciembre de 2011 fueron 17,0% y 24,6%, respectivamente; superiores en 3,6 pp y 7,9 pp a lo observado un año antes. La expansión de la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones fue 17,6% en diciembre de 2011, superior en 1,3 pp a lo registrado en 2010.

En términos reales⁴⁴ el saldo de la cartera ajustada en moneda nacional presentó una recuperación importante a partir del segundo trimestre de 2010. Así, su variación anual pasó de 1,4% en mayo de 2010 a 18% en agosto de 2011 (Gráfico 64). A partir de entonces, este crecimiento se redujo levemente y en diciembre de 2011 fue 16,1%, similar al observado en febrero de 2012. Por modalidad de crédito, a finales de 2011 la variación anual real de la cartera comercial más microcrédito (en moneda local) fue 14,2% y la de consumo 21,2%.

Gráfico 64
Variación porcentual de la cartera bruta real^{a/}
(moneda legal)



Nota: se utilizó el IPC sin alimentos

a/ Incluye FEN, ahora Financiera de Desarrollo Nacional

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Titularizadora Colombia; cálculos del Banco de la República.

⁴⁴ Utilizando el IPC sin alimentos.

3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero

En esta sección se analiza la exposición de los principales establecimientos del sistema financiero a los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez, utilizando algunos indicadores con información hasta diciembre de 2011. Por su parte, el Recuadro 3 hace un análisis del comportamiento del crédito en América Latina.

En el caso del riesgo de crédito se utiliza el indicador de mora (IM) definido como la razón entre la cartera en mora⁴⁵ y la cartera total, y el indicador de calidad de cartera (IC) calculado como la proporción que representa la cartera riesgosa⁴⁶ dentro de la cartera total.

Durante 2011 el elevado crecimiento de los préstamos en sus diferentes modalidades fue superior al aumento de las carteras vencida y riesgosa, hecho que se reflejó en una tendencia decreciente de los indicadores de riesgo de crédito. Si bien en los nuevos créditos se observó un deterioro en el IC, sus niveles en todas las modalidades son históricamente bajos.

En cuanto al riesgo de mercado, se analiza la evolución del saldo total del portafolio propio y administrado de TES de las entidades financieras. Adicionalmente, se realiza un ejercicio de sensibilidad, que tiene como objetivo cuantificar las pérdidas por valoración del portafolio en que incurrirían las entidades financieras ante un cambio adverso en las condiciones de mercado. Como se verá, de acuerdo con la información disponible al 10 de febrero de 2012 estos ejercicios muestran que la exposición al riesgo de mercado de los bancos comerciales, las administradoras de fondos de pensiones (AFP) y los fondos administrados por las sociedades fiduciarias (SFD) aumentó, explicada por un incremento en el saldo y la duración de sus portafolios de TES.

⁴⁵ La cartera en mora es aquella que presenta un incumplimiento igual o superior a treinta días.

⁴⁶ La cartera riesgosa está compuesta por todos los créditos cuya calificación es diferente de A.

Finalmente, para analizar la exposición al riesgo de liquidez de fondeo se utiliza el indicador de riesgo de liquidez (IRL) escalado por los activos ilíquidos de cada entidad⁴⁷. Este se construye como una brecha de liquidez de corto plazo que se calcula para un horizonte de siete, quince y treinta días. Un valor positivo del indicador muestra que las entidades cuentan con los recursos suficientes para suplir sus necesidades de liquidez de corto plazo; mientras que un valor negativo sugiere que estos no cuentan con los fondos necesarios para cubrir dichas necesidades. Así mismo, se realiza un ejercicio de sensibilidad donde se supone un retiro inesperado de depósitos y se analiza el comportamiento del IRL escalado ante esta situación. En el transcurso del segundo semestre de 2011 este indicador presentó un comportamiento estable para los diferentes grupos de entidades, los cuales siguen presentando una posición holgada que les permite sobrellevar choques importantes en sus depósitos.

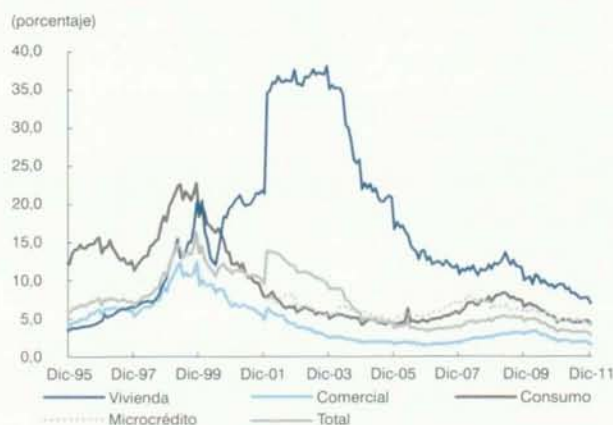
a. Riesgo de crédito

Durante el segundo semestre de 2011 se observó un alto crecimiento del portafolio de créditos de los intermediarios financieros. Pese a que las carteras riesgosa y vencida de consumo y de microcrédito han aumentado, los indicadores de riesgo siguen mostrando una tendencia decreciente en todas las modalidades (Gráfico 65).

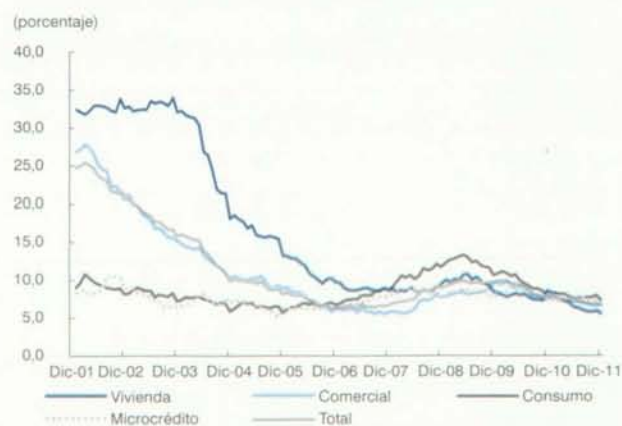
De acuerdo con lo observado en diciembre de 2011, el IC y el IM se redujeron para las diferentes carteras. Para el total de la cartera, estos indicadores se ubicaron en 6,7% y 2,8% en diciembre de 2011, en su orden, lo que refleja una disminución de 1,1 pp y 40 pb frente a lo reportado en el mismo mes de 2010 (Cua-

Gráfico 65

A. Indicador de mora: cartera vencida/cartera bruta



B. Indicador de calidad de cartera por modalidad de crédito



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

dro 9). La cartera riesgosa, sin embargo, presentó un crecimiento real anual positivo para las modalidades de consumo y microcrédito, de 11,9% y 27,8%, respectivamente, mientras que la cartera riesgosa total aumentó en 2,2% (Gráfico 66). De manera similar, la cartera vencida para estas modalidades mostró un incremento de 14,6% y 22,1%, mientras que para el total de la cartera el crecimiento fue de 2,7% (Gráfico 67).

En conclusión, los indicadores de riesgo de crédito continúan con una tendencia decreciente, explicada por la dinámica de la

⁴⁷ Este indicador fue introducido en Colombia por la Superintendencia Financiera con la entrada en vigencia del sistema de administración de riesgo de liquidez (SARL) en el primer semestre de 2009. Algunos cambios a esta metodología fueron adoptados por la Circular Externa 43 de 2011 de la Superintendencia Financiera; sin embargo, aún no se dispone de nuevos reportes del indicador modificado.

Cuadro 9
Indicadores de riesgo de crédito
(porcentaje)

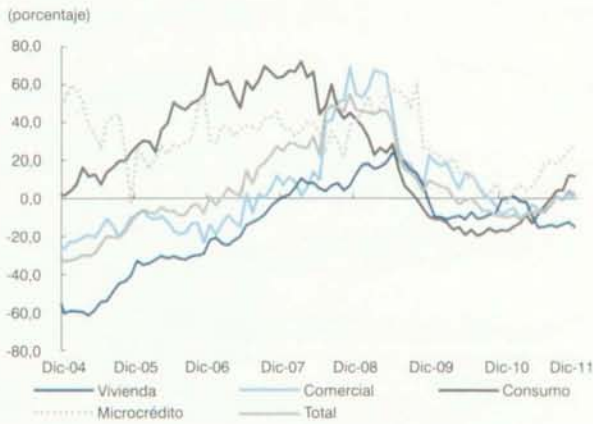
Modalidad	IM		IC	
	Dic-10	Dic-11	Dic-10	Dic-11
Cartera total	3,2	2,8	7,8	6,7
Comercial	1,9	1,5	7,4	6,5
Consumo	4,5	4,2	7,8	7,2
Vivienda ^{a/}	9,3	6,9	8,5	5,4
Microcrédito	4,4	4,0	7,2	6,9

a/ La cartera de vivienda presenta un IM mayor al IC. Esto se explica porque la transición de esta cartera a la calidad con riesgo se hace después de dos meses de vencida, en atención a las garantías y el comportamiento de pago de los deudores de crédito de vivienda. En las demás modalidades de cartera el riesgo antecede a la mora. Véase la Circular Básica Contable y Financiera (C.E. 100 de 1995), capítulo II, Anexo 1.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 66

Crecimiento real anual de la cartera riesgosa por modalidad



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

cartera bruta en las distintas modalidades. No obstante, el aumento del saldo de las carteras vencida y riesgosa de consumo y microcrédito generan preocupación, dado el comportamiento al alza que ha mostrado el endeudamiento de los hogares (Gráfico 68, panel A), además de su mayor carga financiera (Gráfico 68, panel B). Por lo anterior resulta necesario continuar con el monitoreo del riesgo de crédito con el objetivo de identificar situaciones que puedan generar una mayor vulnerabilidad para el sistema financiero.

Gráfico 67

Crecimiento real anual de la cartera vencida por modalidad



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

b. Riesgo de mercado

Los portafolios que concentran la mayor cantidad de TES son los administrados por las AFP, por las SFD y por los bancos comerciales⁴⁸. Como lo muestra el Cuadro 10, a febrero de 2012 el portafolio de estas entidades registró

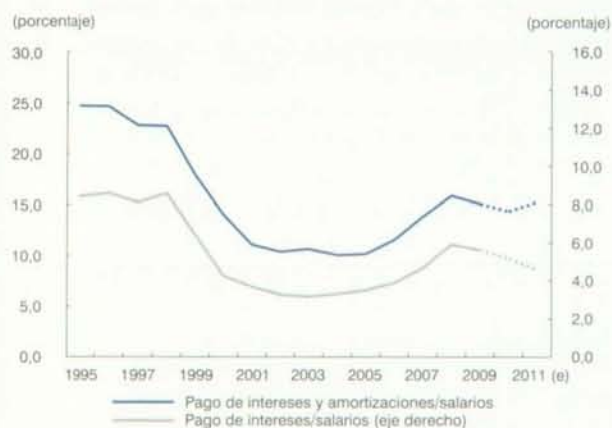
⁴⁸ El portafolio de TES de los bancos comerciales es propio, mientras que las AFP y las SFD administran recursos de terceros.

Gráfico 68

A. Crecimiento anual del endeudamiento de los hogares



B. Carga financiera de los hogares



(e) estimado

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República

un valor de \$38,4 b, \$31 b y \$30,2 b, respectivamente. Este valor es superior en \$2,4 b al registrado en julio de 2011 para las AFP, \$900 mm para las SFD y \$4 b en el caso de los bancos comerciales.

A diferencia de las AFP y las SFD, para los bancos no todas las inversiones están expuestas a cambios en los precios de mercado. De esta forma, su monto expuesto⁴⁹ a febrero de 2012 es de \$20,8 b, valor superior al registrado en julio de 2011.

Para analizar la exposición al riesgo de mercado de las entidades del sistema financiero se realizó un ejercicio de sensibilidad donde se supone un incremento paralelo de 200 pb⁵⁰ en la curva cero cupón de TES. En este escenario se calculan las pérdidas por valoración que este choque ocasionaría.

Los resultados del ejercicio indican que las pérdidas aumentarían para estos intermediarios financieros en el transcurso del segundo semestre de 2011, debido al aumento en la posición de TES y la duración del portafolio (Cuadro 11). En vista de la mayor exposición al riesgo, es importante continuar con el monitoreo cercano de este riesgo, dado que un cambio en la volatilidad, acompañado de mayores tenencias de títulos, podría mostrar

⁴⁹ El monto expuesto se define como el saldo de TES que está sujeto a cambios en el precio de mercado. De esta forma, este corresponde a la suma de los títulos negociables y los que están disponibles para la venta.

⁵⁰ Es importante resaltar que este es un escenario extremo y poco probable.

Cuadro 10
Saldo del portafolio de TES
(billones de pesos)

	Portafolio TES		
	Julio de 2011 ^{a/}	Febrero de 2012 ^{b/}	Diferencia
Bancos	26,2	30,2	4,0
AFP	35,9	38,4	2,4
Sociedades fiduciarias	30,2	31,0	0,9

a/ Datos al 31 de julio de 2011.

b/ Datos al 10 de febrero de 2012.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 11
Ejercicio de sensibilidad
(billones de pesos)

	Pérdidas por choque de 200 pb		
	Julio de 2011 ^{a/}	Febrero de 2012 ^{b/}	Diferencia
Bancos	0,92	1,06	0,14
AFP	4,17	4,47	0,30
Sociedades fiduciarias	2,09	2,21	0,12

a/ Datos al 31 de julio de 2011.

b/ Datos al 10 de febrero de 2012.

Fuente: Banco de la República.

resultados adversos sobre el balance de las entidades financieras.

c. Riesgo de liquidez

Para un horizonte de una semana la fórmula del IRL escalado corresponde a la suma de los activos líquidos (ajustados por liquidez de mercado) y el requerimiento de liquidez neto estimado para dicho rango de tiempo⁵¹:

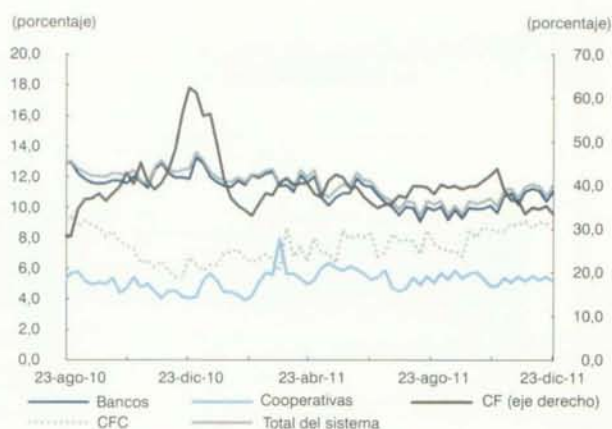
$$IRL_1 = \frac{\text{activos líquidos} + \text{requerimiento neto de liquidez}}{\text{activo total} - \text{activos líquidos}}$$

El siguiente análisis utiliza un promedio ponderado de las últimas cuatro observaciones disponibles de IRL con el objetivo de reducir la volatilidad del indicador. Para el 23 de diciembre de 2011 el nivel de IRL para el sistema financiero registró un valor de 11,3%, el cual es inferior en 1,2 pp al observado en la misma semana del año anterior (12,5%) (Gráfico 69). Esta reducción se explica por una disminución en las inversiones líquidas durante el primer semestre de 2011. En la se-

gunda mitad del año el nivel de liquidez de los diferentes grupos de entidades ha permanecido relativamente estable, con un ligero aumento para las compañías de financiamiento (CFC), el cual se explica por un incremento en el activo disponible. Para los demás grupos de entidades se observa un comportamiento estable de las inversiones líquidas y de los requerimientos netos de liquidez.

Adicionalmente, se realizó un ejercicio de estrés para los bancos sobre los indicadores de liquidez para un horizonte de siete y quince días, considerando un choque en los

Gráfico 69
IRL escalado a 7 días
(total por grupos de establecimientos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

⁵¹ El requerimiento neto de liquidez corresponde a la suma del flujo neto de caja por vencimientos contractuales de activos, pasivos y posiciones fuera del balance en el horizonte de los siguientes siete días calendario, y el flujo neto de caja estimado para los siguientes siete días, de depósitos y exigibilidades que no corresponden a vencimientos contractuales, para cada horizonte de tiempo.

depósitos de 4%³². De acuerdo con los resultados, las entidades pueden soportar el choque durante la primera y la segunda semanas, sin enfrentarse a un alto riesgo de liquidez.

En conclusión, el crecimiento de las carteras vencida y riesgosa para las modalidades de consumo y microcrédito no ha generado un deterioro de sus indicadores de riesgo debido al aumento significativo del saldo de la cartera total. Sin embargo, se evidencia un incremento en el riesgo de los nuevos créditos otorgados durante el tercer trimestre de 2011 en dichas modalidades. En cuanto al riesgo de mercado, se observa un aumento en la exposición de las entidades, debido a la mayor tenencia de TES y duración de sus portafolios. Finalmente, los niveles de liquidez de las entidades financieras se mantuvieron estables durante el segundo semestre de 2011, mientras que los ejercicios de estrés indican que estos establecimientos continúan presentando una posición holgada de liquidez con la que po-

drían resistir retiros considerables de sus depósitos en un horizonte de dos semanas.

E. Sector externo

1. Evolución de la tasa de cambio

a. Tasa de cambio nominal

Durante 2011 el dólar estadounidense se debilitó frente a las monedas de países tanto desarrollados como emergentes. Específicamente, al comparar el promedio de las tasas de cambio de 2011 con lo observado en 2010, todas las monedas de la región se revaluaron; así, el peso chileno y el real brasileiro fueron las monedas que presentaron la mayor revaluación (5,2% y 4,9%, respectivamente), seguidos por el peso colombiano (2,6%), el sol peruano (2,5%) y el peso mexicano (1,5%). Al comparar el precio de cierre de 2011 con el del año anterior, el peso colombiano presentó una devaluación de 1,5%, inferior a la registrada por el real brasileiro, el peso mexicano y el peso chileno, los cuales se devaluaron 12,5%, 12,4% y 11%, en su orden. El sol peruano, por su parte, presentó una revaluación de 3,9% (Cuadro 12 y Gráfico 70).

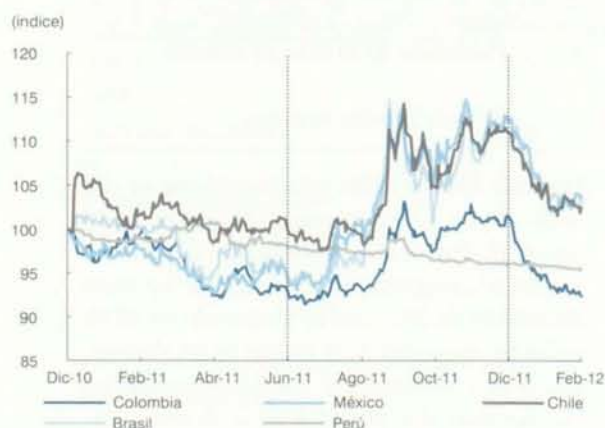
³² Este es un choque adicional al incluido dentro del cálculo de los flujos netos no contractuales, en el cual los depósitos se reducen en un porcentaje equivalente al máximo coeficiente de retiros observados históricamente para cada entidad.

Cuadro 12
Tasas de cambio frente al dólar
(variación porcentual)

	Enero de 2002 a diciembre de 2009	2010	2011	Promedio 2011 vs. promedio 2010	Promedio II sem. 11 vs. I sem. 11	Enero a febrero de 2012
Colombia	(10,7)	(6,4)	1,5	(2,6)	1,1	(9,0)
Brasil	(24,7)	(4,7)	12,5	(4,9)	5,3	(8,0)
México	42,5	(5,2)	12,4	(1,5)	9,3	(8,1)
Perú	(16,1)	(2,8)	(3,9)	(2,5)	(2,0)	(0,5)
Chile	(23,2)	(7,8)	11,0	(5,2)	3,5	(7,8)
Euro	(38,2)	7,9	2,5	(4,8)	1,8	(2,7)
Libra	(9,7)	4,2	(0,7)	(3,7)	1,7	(3,1)
Yen	(29,5)	(11,8)	(5,7)	(9,3)	(5,4)	4,5

Fuentes: Set-FX y Bloomberg.

Gráfico 70
Índices de tasas de cambio nominales de países
de América Latina
(30 de diciembre de 2010 = 100)



Fuentes: Set-FX y Bloomberg.

En 2011 el comportamiento del peso colombiano respecto al dólar se puede dividir en dos periodos. En el primero, comprendido entre enero y finales de julio, la moneda local presentó una tendencia revaluacionista, después de una fuerte depreciación a finales de 2010⁵³. Dicho comportamiento estuvo influenciado por la disminución en las primas de riesgo internacional, lo que incentivó, al igual que en otras economías emergentes, la entrada de capitales. Adicionalmente, esto se vio apoyado por las expectativas acerca de una mejora en la calificación de la deuda pública de Colombia, la cual se materializó en marzo cuando Standard & Poor's decidió otorgarle el grado de inversión, y luego en mayo y junio cuando lo hicieron Moody's y Fitch, respectivamente.

En el segundo periodo, comprendido entre finales de julio y diciembre, el peso se devaluó, en especial por el aumento en la percepción de riesgo internacional. Esta última explicada por la situación fiscal de algunos

países europeos, la incertidumbre sobre las medidas de rescate a Grecia, la disminución en la calificación de la deuda de varios países⁵⁴ y de algunos bancos de los Estados Unidos y Francia, así como por la disminución en las proyecciones de crecimiento mundial por parte del FMI.

Vale la pena resaltar que durante la mayor parte de 2011 el Banco de la República ejecutó su programa de compras de reservas internacionales de al menos US\$20 m diarios, el cual inició el 15 de septiembre de 2010 y finalizó el 30 de septiembre de 2011, luego de que la JDBR anunció que se convocarían subastas en el mercado *spot* por un monto de US\$200 m cuando la tasa representativa del mercado (TRM) se desviara 2% o más de su promedio móvil de orden diez. El 28 de octubre este mecanismo fue reemplazado por el de opciones de volatilidad por un monto de US\$200 m cuando la TRM se desviara 4% o más de su promedio móvil de orden veinte.

En 2011, de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria⁵⁵, se presentaron reintegros netos de la cuenta de capital del sector privado por US\$4.891 m y del sector público por US\$9.087 m. Estos flujos fueron parcialmente compensados por las operaciones de la cuenta corriente, las cuales registraron salidas netas por US\$9.385 m. Dentro de estas últimas, la balanza comercial registró giros netos por US\$8.684 m (reintegros de US\$10.155 m de exportaciones y salidas de US\$18.840 m de importaciones). En la cuenta de capital se destacan los reintegros por IED (US\$13.982 m), particularmente en los sectores de petróleo y minería, así como los de inversión de portafolio (US\$1.673 m) y endeudamiento externo (US\$1.432 m). Por otra parte, las operaciones hacia cuentas en el exterior generaron salidas

⁵⁴ La disminución en la calificación de la deuda soberana se dio para los Estados Unidos, Japón y algunos países europeos como Bélgica, Chipre, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

⁵³ La tasa de cambio presentó una devaluación ante un evento puntual y en un contexto de baja liquidez en el mercado, alcanzando un máximo de \$2.028,13 el 28 de diciembre de 2010.

⁵⁵ La cual muestra los movimientos de divisas en el mercado *spot* de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) con los demás agentes de la economía y las transacciones canalizadas a través del Banco de la República.

por US\$12.197 m, las cuales contrarrestaron parcialmente los ingresos (Cuadro 13).

En lo corrido de 2012 (al 29 de febrero) el peso se ha apreciado 9%, comportamiento

Cuadro 13
Balanza cambiaria*
Cifras en millones de dólares

	Ene-dic 2010	Ene-dic 2011	Variación absoluta
I. Reintegros netos de cuenta corriente (1 + 2 + 3)	(10.412)	(9.385)	1.027
1. Rendimiento de las reservas internacionales	149	260	110
2. Intereses de la deuda de DGCPTN	(1.932)	(2.116)	(184)
3. Resto (i + ii + iii) ^{b/}	(8.630)	(7.529)	1.101
i. Balanza comercial de bienes (a + b)	(9.023)	(8.684)	339
a. Exportaciones de bienes ^{c/}	8.442	10.155	1.713
b. Importaciones de bienes	(17.465)	(18.840)	(1.374)
ii. Reintegros netos por servicios financieros	(2.610)	(1.898)	712
iii. Reintegros netos por servicios no financieros	3.004	3.053	49
II. Reintegros netos de capital privado (1 + 2 + 3 + 4)	6.791	4.891	(1.900)
1. Préstamos	(1.181)	1.432	2.613
2. Inversión directa (i + ii)	9.123	13.982	4.859
i. Extranjera en Colombia (a + b)	9.485	15.032	5.548
a. Petróleo y minería	7.973	12.241	4.268
b. Directa y suplementaria, otros sectores	1.512	2.792	1.280
ii. Colombiana en el exterior	(361)	(1.050)	(689)
3. Inversión de portafolio (i + ii)	1.455	1.673	219
i. Extranjera en Colombia	2.349	2.628	279
ii. Colombiana en el exterior	(894)	(954)	(60)
4. Operaciones especiales ^{d/}	(2.606)	(12.197)	(9.590)
III. Reintegros netos de capital oficial ^{e/}	6.657	9.087	2.430
IV. Otras operaciones especiales ^{f/}	62	(754)	(816)
V. Variación de las reservas internacionales brutas (I + II + III + IV)	3.099	3.839	741

a/ Incluye operaciones canalizadas a través de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) y el Banco de la República. No incluye cuentas de compensación.

b/ Incluye otras operaciones corrientes del Banco de la República y de la DGCPTN, como el pago de servicios no financieros.

c/ Incluye anticipos y prefinanciaciones.

d/ Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra-venta de saldos de cuentas libres efectuados en el mercado cambiario interno y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

e/ La mayoría de las operaciones de la DGCPTN se canaliza mediante sus cuentas de depósito en moneda extranjera en el Banco de la República, por lo cual no tienen impacto cambiario.

f/ Incluye pasivos del Banco de la República, las operaciones de compra y venta de divisas efectuadas por el Emisor en el mercado cambiario y a la DGCPTN, el traslado de utilidades en dólares del Banco a la DGCPTN y la causación y la valuación activa de las reservas internacionales. También incluye la compra-venta de divisas entre el sector real y los IMC, la compra-venta de divisas en el mercado cambiario para atender operaciones de cubrimiento de riesgo originado en fluctuaciones de tasas de cambio, y errores y omisiones estadísticos.

Fuente: Banco de la República.

similar al de otras monedas de la región, dada la disminución de la percepción de riesgo internacional. Esta reducción se explica por varios factores tales como la realización de dos subastas para otorgar liquidez a tres años por parte del Banco Central Europeo⁵⁶, la publicación de datos positivos en los Estados Unidos, la zona del euro y China⁵⁷, el comunicado de la Fed (en el cual señalaba que probablemente mantendría la tasa de referencia en niveles excepcionalmente bajos hasta finales de 2014), los estímulos monetarios de otros bancos centrales⁵⁸ y la aprobación de un desembolso a Grecia por cuenta de la zona del euro, como parte del segundo paquete de rescate a ese país.

Adicionalmente, a nivel local se conoció que la calificadora DBRS aumentó la perspectiva de la deuda soberana de Colombia de estable a positiva, ante la buena gestión macroeconómica y la capacidad del país para enfrentar choques adversos. Vale la pena resaltar que el 6 de febrero la JDBR inició un programa de compra de reservas internacionales de por lo menos US\$ 20 m diarios mediante el sistema de subastas competitivas por al menos tres meses consecutivos. Este programa fue extendido el 24 de febrero hasta al menos el 4 de agosto de 2012.

b. Tasa de cambio real

El análisis de las implicaciones que tiene el comportamiento del tipo de cambio sobre la competitividad del país debe tener en cuenta la evolución de los precios internos y externos. La tasa de cambio real (TCR), que compara la inflación externa e interna en la misma

moneda, es un indicador que permite hacer dicho análisis. Variaciones en la TCR se pueden interpretar como cambios en la competitividad entre dos países o como un diferencial de costos de producción.

En 2011 los índices bilaterales de TCR, que utilizan como medidas de precios el IPC o el IPP, muestran que, en términos generales, frente a los principales socios comerciales el peso colombiano se depreció. Esto ocurrió en términos del IPP frente a los Estados Unidos, Venezuela, Brasil, la zona del euro, Perú, Japón, Chile, Canadá e Inglaterra. Por su parte, para el mismo período, el peso colombiano se apreció frente a Ecuador y México (Cuadro 14).

En términos agregados, en 2011 la TCR se mantuvo en niveles similares a los observados en 2010. El índice de tasa de cambio real (ITCR) medido con el IPP se apreció 0,4% frente a lo observado en promedio en 2010, mientras que el ITCR-IPC se revaluó 1,5% (gráficos 71 y 72). Con estas apreciaciones, el ITCR-IPP se ubicó muy cerca de su promedio histórico, al tiempo que el ITCR-IPC llegó al nivel más bajo desde 1984.

Los movimientos de la TCR estuvieron respaldados por una depreciación nominal de 8,4% frente al grupo de socios comerciales y por una inflación interna (5,5%) mayor a la

Gráfico 71
ITCR multilateral medido con el IPP y sus promedios
(1994 = 100)



Fuente: Banco de la República.

⁵⁶ La primera a finales de 2011 y la segunda a finales de febrero de 2012.

⁵⁷ Se conocieron datos positivos de índices de confianza, de empleo y de crecimiento económico en los Estados Unidos y de confianza en la zona del euro y Alemania, y en China el dato del crecimiento del cuarto trimestre de 2011 fue mayor al esperado.

⁵⁸ Los bancos centrales de Inglaterra y Japón aumentaron en £50 b y ¥10 trillones sus programas de compra de activos. Por su parte el Banco Central de India redujo los requerimientos de reserva en 50 pb con el fin de inyectar alrededor de INR320 b de rupias al sistema financiero.

Cuadro 14
Tasa de cambio bilateral: peso colombiano frente a otras monedas extranjeras

	2010 ^{a/}		2011 ^{a/}		A febrero de 2012 ^{b/}	
	IPP	IPC	IPP	IPC	IPP	IPC
Estados Unidos	(7,3)	(12,5)	0,4	(2,9)	(2,7)	(3,7)
Venezuela	(22,1)	(21,1)	5,1	11,6	7,3	13,3
Ecuador	(10,3)	(10,8)	(3,6)	(1,7)	(1,0)	(1,3)
México	(4,2)	(3,9)	(1,2)	(1,0)	(7,0)	(10,1)
Brasil	3,6	2,4	6,3	5,6	(6,3)	(5,3)
Zona del euro	(11,8)	(13,5)	7,1	6,3	3,9	3,1
Perú	(5,9)	(6,7)	0,7	(0,2)	1,4	0,8
Japón	(7,6)	(8,8)	3,6	3,3	0,3	(0,4)
Chile	(6,9)	(4,2)	2,9	2,4	0,0	(4,1)
Canadá	(3,0)	(2,8)	0,5	0,8	(5,0)	(5,2)
Inglaterra	(10,4)	(11,7)	1,0	2,0	(4,2)	(4,9)

a/ Variaciones promedio entre enero y diciembre.

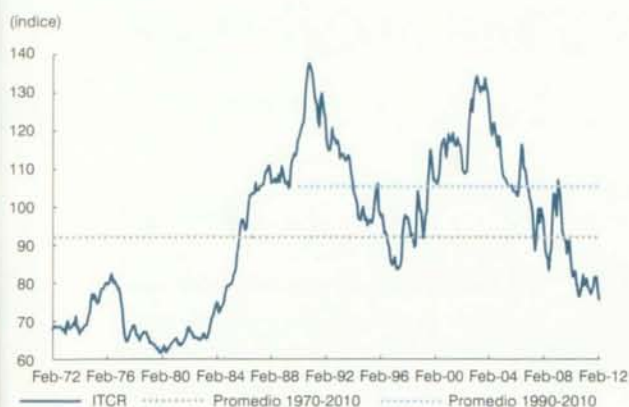
b/ Variaciones promedio entre enero y febrero.

Fuente: Banco de la República.

externa (-3,3%) medida con el IPP, de acuerdo con las ponderaciones de comercio no tradicional (Gráfico 73).

Un indicador adicional de competitividad es el ITCR-C, el cual representa una tasa

Gráfico 72
ITCR multilateral medido con el IPC y sus promedios
(1994 = 100)



Fuente: Banco de la República.

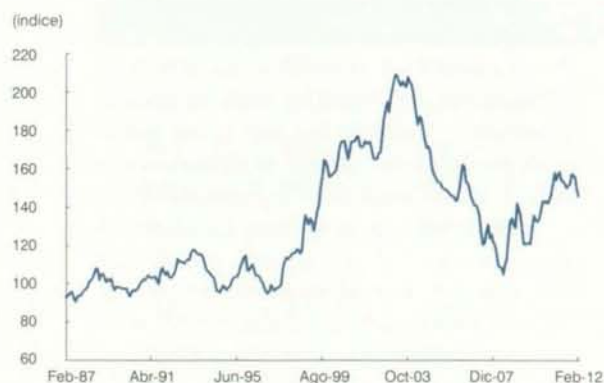
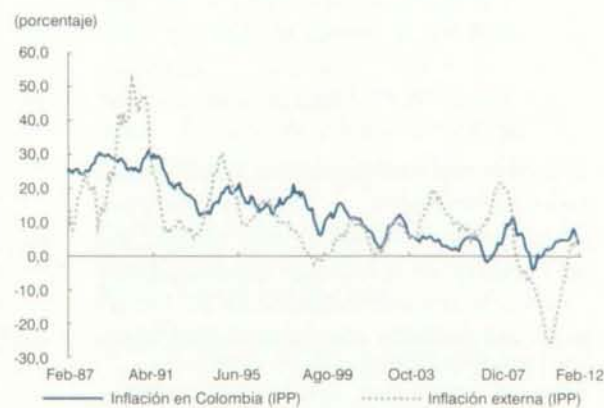
de cambio real multilateral con respecto a los países que compiten con nuestros principales productos de exportación (café, banano, flores y textiles) en el mercado estadounidense. De acuerdo con este indicador, en 2011 se registró una ganancia en competitividad frente a 2010 de 1,6% (Gráfico 74).

En lo corrido de 2012 a febrero la TCR presenta una revaluación frente al promedio de 2011 de 2,9% y 3,5% de acuerdo con los índices de IPP e IPC, respectivamente. Esto se debe tanto a la revaluación nominal frente al dólar (1,6%), como a la apreciación frente al conjunto de socios (4,8%), que fue compensada con una menor inflación en Colombia.

c. Factores que han incidido en el comportamiento de la moneda

Los factores que influyen en el comportamiento de la TCR están relacionados con variables que afectan los precios relativos y el desempeño de la economía colombiana y la de los países con los que comercia. En este sentido,

Gráfico 73

A. Índice de tasa de cambio nominal
(1994 = 100)B. Evolución de los precios
(1994 = 100)

Fuente: Banco de la República.

Colombia registró mejoras en sus términos de intercambio, que a pesar de estar en niveles altos, se incrementaron 16,4% en promedio en 2011 frente a 2010 (Gráfico 75).

De otro lado, los flujos de inversión al país volvieron a niveles altos después de una caída importante como consecuencia de la crisis internacional (Gráfico 76). En el corto plazo este incremento en los recursos por inversión extranjera puede generar una apreciación real de la moneda.

Por otra parte, la competitividad de un país está determinada tanto por los costos de

Gráfico 74
ITCR de competitividad en los Estados Unidos
(1994 = 100)

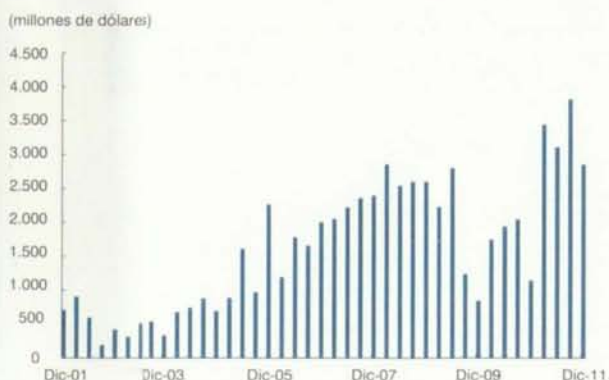
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 75
Términos de intercambio
(enero de 1996 = 100)

Fuente: Banco de la República.

producción como por la eficiencia del sector transable. En este sentido, incrementos en la productividad en el sector de bienes de exportación se verán reflejados en apreciaciones reales de la tasa de cambio. De acuerdo con el Gráfico 77 en 2011 los mayores crecimientos de la productividad por hora trabajada en la industria en Colombia (4,0%) frente a los Estados Unidos (2,8%) pudieron generar presiones hacia la apreciación de la moneda.

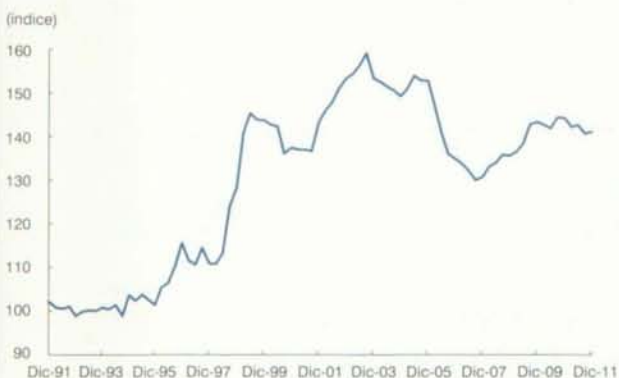
Gráfico 76
Inversión extranjera en Colombia



Nota: se excluye la operación de compra de Bavaria en el cuarto trimestre de 2005 por US\$4.502 m.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 77
Diferencial de productividad por hora trabajada en la industria de los Estados Unidos frente a Colombia (1990 = 100)



Nota: índice de la productividad por hora trabajada en la industria en los Estados Unidos sobre la de Colombia.

Fuentes: Bureau of Labor Statistics y DANE; cálculos del Banco de la República

Finalmente, la mayor confianza en las economías emergentes, los consiguientes flujos de capital, la evolución de los precios de las materias primas y la política monetaria expansiva en los Estados Unidos, con el subsecuente debilitamiento del dólar, han sido los determinantes de la evolución de las monedas de la región (Gráfico 78).

Gráfico 78
Tasas de cambio reales multilaterales, variación anual de 2011 frente a 2010



a/ Con datos a noviembre.

Fuentes: bancos centrales de cada país.

2. Evolución de la balanza de pagos de Colombia en 2011

En el año 2011 el sector externo colombiano estuvo favorecido por la dinámica de las exportaciones, en particular por las ventas de nuestros productos básicos de origen minero, las cuales fueron impulsadas, principalmente, por el comportamiento de los precios internacionales. De la misma forma, el buen desempeño tanto del consumo como de la inversión explicó el ritmo creciente de las importaciones, cuyo efecto combinado con una mayor remisión de utilidades y dividendos a las empresas extranjeras produjeron un déficit en la cuenta corriente de US\$9.980 m (3% del PIB) (Cuadro 15).

La tendencia creciente de los precios internacionales de los bienes primarios y de los volúmenes despachados de algunos productos favoreció el resultado superavitario de la balanza comercial de bienes. En 2011 las exportaciones totales de bienes aumentaron anualmente US\$16.872 m (41,3%) frente al año anterior, superando la variación anual de las importaciones: US\$13.598 m (35,2%). Sin embargo, las entradas netas corrientes registradas por las ventas externas de bienes

Cuadro 15
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	2010 (pr)	2011 (pr)	Variación (dólares)
I. Cuenta corriente (A + B + C)	(8.760)	(9.980)	1.219
Ingresos	52.100	70.603	18.503
Egresos	60.861	80.583	19.722
A. Bienes y servicios no factoriales	(1.384)	893	2.277
Ingresos	45.314	62.646	17.333
Egresos	46.697	61.753	15.056
1. Bienes	2.240	5.514	3.274
Ingresos	40.867	57.739	16.872
Egresos	38.628	52.225	13.598
2. Servicios no factoriales	(3.623)	(4.621)	998
Ingresos	4.446	4.907	461
Egresos	8.070	9.528	1.458
B. Renta de los factores	(11.851)	(15.820)	3.969
Ingresos	1.444	2.284	839
Egresos	13.296	18.104	4.808
C. Transferencias	4.475	4.948	473
Ingresos	5.343	5.673	331
Remesas de trabajadores	4.023	4.168	144
Otras transferencias	1.319	1.505	186
Egresos	868	726	(142)
II. Cuenta de capital y financiera (A + B)	11.770	13.322	1.551
A. Cuenta financiera (1 + 2)	11.770	13.322	1.551
1. Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)	6.733	12.673	5.941
a. Activos	6.560	8.288	1.728
i. Inversión colombiana en el exterior	6.562	8.289	1.727
Directa	6.562	8.289	1.727
De cartera	0	0	0
ii. Préstamos	0	0	0
iii. Crédito comercial	0	0	0
iv. Otros activos	(2)	(1)	(1)
b. Pasivos	13.301	20.979	7.678
i. Inversión extranjera en Colombia	7.813	18.537	10.724
Directa	6.899	13.234	6.335
De cartera	913	5.303	4.389
ii. Préstamos	5.486	2.015	(3.470)
iii. Crédito comercial	(13)	(108)	95
iv. Arrendamiento financiero	16	535	519
v. Otros pasivos	0	0	0
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	(8)	(18)	9

Cuadro 15 (continuación)
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	2010 (pr)	2011 (pr)	Variación (dólares)
2. Flujos financieros de corto plazo (b - a)	5.038	648	(4.389)
a. Activos	1.567	5.388	3.821
i. Inversión de cartera	2.066	1.512	(554)
ii. Crédito comercial	5	(407)	(412)
iii. Préstamos	(20)	2.778	2.797
iv. Otros activos	(484)	1.505	1.989
b. Pasivos	6.604	6.036	(568)
i. Inversión de cartera	2.349	2.899	550
ii. Crédito comercial	311	423	112
iii. Préstamos	3.836	2.679	(1.157)
iv. Otros pasivos	108	35	(73)
B. Flujos especiales de capital	0	0	
III. Errores y omisiones netos	126	402	
IV. Variación de las reservas internacionales brutas	3.136	3.744	
Memo ítem (cifras en millones de dólares)			
I. Saldo de las reservas internacionales brutas	28.464	32.303	
II. Variación de las reservas internacionales brutas originadas en transacciones de balanza de pagos	3.136	3.744	
III. Valorización de las reservas internacionales	(37)	95	
VII. Variación de las reservas internacionales brutas (ii + iii)	3.099	3.839	

(pr) provisional.

Fuente: Banco de la República.

y la recuperación de los ingresos por transferencias no fueron suficientes para compensar los egresos netos de los rubros de renta de los factores y de comercio exterior de servicios, por lo cual se explica el déficit en la cuenta corriente.

Dicho déficit fue financiado con el superávit de US\$13.322 m registrado en la cuenta financiera y de capital, el cual se originó principalmente en IED y en inversiones de portafolio, así como por nuevas contrataciones de deuda externa. Lo anterior llevó a una acumulación de reservas internacionales originadas en transacciones de balanza de pagos por US\$3.744 m. Un análisis de la evolución

del déficit corriente en Colombia se presenta en el Recuadro 4.

a. Cuenta corriente

El déficit corriente de 2011 (US\$9.980 m) se explica por los resultados deficitarios en los rubros de renta factorial (US\$15.820 m) y comercio exterior de servicios (US\$4.621 m), los cuales fueron compensados parcialmente por el superávit en la cuenta de bienes (US\$5.514 m) y el ingreso neto de transferencias corrientes (US\$4.948 m).

Los resultados de 2011, comparados con los obtenidos un año atrás, muestran una

ampliación en el déficit externo por US\$1.219 m, originado en el mayor incremento de los egresos corrientes, US\$19.722 m, frente al de los ingresos, US\$18.503 m. Los primeros se generaron, en su orden, en las importaciones de bienes (US\$52.225 m, 65% del total), la renta factorial (US\$18.104 m, 22% del total) y las importaciones de servicios (US\$9.528 m, 12% del total). Por su parte, los ingresos corrientes se componen en un 82% (US\$57.739 m) por las exportaciones de bienes, favorecidas por mayores precios de exportación, 8% por transferencias corrientes (US\$5.673 m) y 7% por exportaciones de servicios no factoriales (US\$4.907 m).

b. Cuenta de capital y financiera

En el año 2011 la economía colombiana presentó un superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$13.322 m, superior en US\$1.551 m al registrado en 2010. Los ingresos netos de capital del exterior correspondieron a entradas por concepto de: i) IED en Colombia por un valor de US\$13.234 m; ii) inversión extranjera de portafolio por US\$8.202 m, y iii) desembolsos netos de préstamos externos de US\$5.579 m. Estas entradas fueron compensadas parcialmente por salidas de capital colombiano (US\$13.693 m), las cuales correspondieron a inversiones directas de colombianos en el exterior por US\$8.289 m y a la adquisición de activos externos por US\$5.404 m (Cuadro 16).

De acuerdo con el Cuadro 16, el flujo neto de IED recibido en el país durante 2011 fue de US\$13.234 m (4% del PIB), superior en 92% a lo registrado en 2010, y representó el 49% del total de los ingresos de capital extranjero. Estos recursos fueron recibidos principalmente por las sucursales y filiales de empresas foráneas que operan en las actividades de petróleo y minería, las cuales absorbieron el 58% (US\$7.704 m) del total de estos aportes. Otros sectores que también percibieron inversiones directas fueron, en su orden, comercio (US\$2.264 m), transportes y comunicaciones (US\$1.421 m), electricidad, gas y agua (US\$585 m), e industria manufacturera (US\$533 m).

En relación con las inversiones directas de Colombia en el exterior, en 2011 estas totalizaron US\$8.289 m, monto superior en US\$1.727 m con respecto al año anterior. Este capital se destinó principalmente a los planes de expansión de las compañías locales en el exterior, mediante la mayor participación accionaria en empresas minero-energéticas, manufactureras y de comercio. Por su parte, las salidas de capital colombiano para constituir activos externos, diferentes a inversiones directas, totalizaron US\$5.404 m, relacionados en su mayoría con la adquisición de inversiones de portafolio por parte del GNC y fondos de pensiones, así como otras inversiones y depósitos constituidos por entidades financieras y del sector real. Este monto fue superior en US\$3.840 m al observado en 2010.

Por su parte, el sector público obtuvo recursos por inversiones de portafolio por un valor de US\$3.703 m, correspondientes a la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados externos (US\$2.789 m) e inversiones extranjeras de portafolio en el mercado local por US\$914 m. Los préstamos y otros créditos externos otorgados a este sector totalizaron US\$462 m, originados principalmente por deuda de largo plazo (US\$305 m) del GNC y de las empresas del sector eléctrico.

El sector privado, por su parte, recibió ingresos por inversiones de portafolio por US\$4.498 m, superior en US\$2.564 m a lo registrado en 2010, como resultado principalmente de la mayor colocación de bonos de largo plazo en los mercados internacionales de empresas de los sectores financiero y eléctrico. Así mismo, inversionistas no residentes compraron en el mercado local títulos de participación de capital por US\$1.985 m, hecho que coincide con el récord de emisiones accionarias en la bolsa de valores. Por concepto de préstamos directos y otros créditos externos, este sector recibió US\$5.117 m, de los cuales US\$4.224 m corresponden a la primera partida y US\$893 m a otros créditos relacionados con arrendamiento financiero, crédito comercial y otros. Es de señalar que estos recursos estuvieron relacionados con la financiación de operaciones de comercio exterior.

Cuadro 16
Balanza de pagos de Colombia
Cuenta de capital y financiera
(millones de dólares)

	2010 (pr)	2011 (pr)	Variación (dólares)
Cuenta de capital y financiera (I - II)	11.770	13.322	1.551
I. Ingresos de capital extranjero (pasivos) (A + B + C)	19.897	27.015	7.118
A. Inversión extranjera directa	6.899	13.234	6.335
B. Inversión extranjera de portafolio (i + ii)	3.263	8.202	4.939
i. Sector público	1.328	3.703	2.375
Largo plazo (bonos)	330	2.789	2.459
Corto plazo (TES)	999	914	(84)
ii. Sector privado	1.934	4.498	2.564
Largo plazo	584	2.514	1.930
Corto plazo	1.351	1.985	634
C. Préstamos y otros créditos externos (i + ii)	9.735	5.579	(4.156)
i. Sector público	1.691	462	(1.230)
Préstamos	1.709	470	(1.239)
Largo plazo	1.053	305	(748)
Corto plazo	656	165	(491)
Otros	(18)	(8)	(10)
ii. Sector privado	8.044	5.117	(2.926)
Préstamos	7.612	4.224	(3.388)
Largo plazo	4.432	1.710	(2.722)
Corto plazo	3.180	2.514	(666)
Crédito comercial	302	317	15
Otros	130	576	446
II. Salidas de capital colombiano (activos) (A + B)	8.127	13.693	5.567
A. Inversión directa en el exterior	6.562	8.289	1.727
B. Otras inversiones en el exterior	1.565	5.404	3.840
i. Sector público	(2.000)	1.310	3.310
Inversión de portafolio	(1.918)	1.342	3.260
Préstamos	(62)	(88)	26
Otros	(19)	57	76
ii. Sector privado	3.565	4.095	529
Inversión de portafolio	3.984	170	(3.814)
Préstamos	43	2.866	2.823
Crédito comercial	5	(407)	(412)
Otros	(466)	1.465	1.932

(pr) provisional.

Fuente: Banco de la República.

c. Reservas internacionales

En 2011 por transacciones de balanza de pagos se acumularon US\$3.744 m de reservas internacionales brutas como resultado de las compras netas de divisas a los intermediarios cambiarios por US\$3.720 m, de los ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales por US\$ 210 m y de los egresos netos por otras operaciones del Banco de la República por US\$ 186 m.

3. Perspectivas de la balanza de pagos para 2012

De acuerdo con la proyección de la balanza de pagos para 2012, se estima un déficit en cuenta corriente cercano a 3,5% del PIB, lo que implica una ampliación con respecto al observado

en 2011. Este resultado estaría explicado, en especial, por una balanza comercial de bienes y servicios, la cual pasaría de ser superavitaria a ser deficitaria el presente año (Cuadro 17).

Dicho ejercicio de pronóstico supone una desaceleración de la economía mundial para 2012, explicada principalmente por una recesión leve de la zona del euro, un crecimiento moderado de los Estados Unidos y un menor ritmo de expansión de los países emergentes. Así mismo, se espera un comportamiento decreciente de los precios de los productos básicos de exportación como carbón, ferróniquel y café; aunque no para las cotizaciones de petróleo y oro. En cuanto a las exportaciones sin principales productos, estas registrarían un aumento menor al observado el año anterior, dado que no se prevé que las ventas a Venezuela registren una gran recuperación,

Cuadro 17
Proyección de la balanza de pagos de Colombia

	(millones de dólares)				(porcentaje del PIB) ^{c/}			
	2009	2010 (pr)	2011 (pr)	2012 (proy)	2009	2010 (pr)	2011 (pr)	2012 (proy)
I. Cuenta corriente	(4.960)	(8.760)	(9.980)	(12.968)	(2,1)	(3,0)	(3,0)	(3,5)
A. Bienes y servicios no factoriales	(275)	(1.384)	893	(3.028)	(0,1)	(0,5)	0,3	(0,8)
1. Bienes	2.545	2.240	5.514	1.578	1,1	0,8	1,7	0,4
2. Servicios no factoriales	(2.821)	(3.623)	(4.621)	(4.606)	(1,2)	(1,3)	(1,4)	(1,3)
B. Renta de los factores	(9.298)	(11.851)	(15.820)	(14.849)	(3,9)	(4,1)	(4,8)	(4,0)
C. Transferencias	4.613	4.475	4.948	4.909	2,0	1,5	1,5	1,3
II. Cuenta de capital y financiera	6.254	11.770	13.322	15.474	2,6	4,1	4,0	4,2
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{a/}	(1.042)	6.742	10.449	10.162	(0,4)	2,3	3,1	2,8
B. Sector público	7.295	5.028	2.873	5.312	3,1	1,7	0,9	1,4
III. Errores y omisiones	54	126	402	0	0,0	0,0	0,1	0,0
IV. Variación de las reservas internacionales brutas^{b/}	1.347	3.136	3.744	2.506	0,6	1,1	1,1	0,7

(pr) preliminar.

(proy) proyectado.

a/ Considera los flujos netos de inversión extranjera directa, de cartera y las operaciones de endeudamiento externo neto.

b/ La variación de las reservas internacionales brutas considera los aportes al FLAR. Para el año 2012 considera las compras de divisas de al menos US\$20 m por parte del Banco de la República entre el 6 de febrero y el 4 de agosto.

c/ El crecimiento real del PIB para 2012 corresponde a una estimación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

ni una sustitución rápida y completa por nuevos mercados. Por su parte, la dinámica de las importaciones será coherente con el escenario más probable de crecimiento de la economía colombiana (mencionado en la primera sección de este capítulo), lo que implica un menor ritmo de expansión que el registrado en 2011.

En cuanto a la financiación del déficit, se espera que este sea en gran parte financiado con recursos provenientes de IED. Así mismo, para 2012 la proyección considera un financiamiento externo por parte del sector público mayor al observado en 2011, resultado de operaciones netas de crédito externo. Por su parte, las inversiones directas de colombianos en el exterior serán menores que las registradas el año anterior. Por último, la variación de las reservas internacionales brutas del país corresponde a su rendimiento financiero y considera las compras de divisas que el Banco podría realizar de al menos US\$20 m diarios entre el 6 de febrero y el 4 de agosto de 2012⁵⁹.

4. Indicadores de vulnerabilidad externa

La vulnerabilidad externa medida con los indicadores de reservas internacionales muestra que Colombia se encuentra en una posición relativamente favorable con respecto a otros países de la región. La estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital del país, las cuales pueden ser provocadas por factores como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis de financiamiento en países vecinos. En ese contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales también sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, enfrentar mejor una crisis en los mercados externos.

Adicionalmente, el 6 de mayo de 2011 el FMI aprobó una línea de financiamiento

contingente para Colombia por un valor de US\$6.220 m con plazo de dos años, el cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran conveniente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo.

Para determinar si las reservas internacionales de un país son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos, se utilizan varios indicadores de vulnerabilidad. Dentro de estos, los más importantes son la razón entre reservas internacionales y agregados monetarios (tales como M2 o M3) y la razón entre reservas y el pago de la deuda externa durante los siguientes doce meses. El primero de estos busca establecer la capacidad de la economía para responder a salidas de capital provocadas por un ataque especulativo. Por su parte, el indicador de reservas sobre las amortizaciones de la deuda externa total y el déficit en cuenta corriente muestra la capacidad del país para responder a sus obligaciones crediticias con el resto del mundo en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso a la financiación internacional. En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos indicadores pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

El Cuadro 18 presenta para Colombia la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas durante el período 2006-2012. La relación de reservas netas sobre M3 ha estado en niveles estables durante los últimos cuatro años, mientras que los indicadores de reservas netas a deuda externa y déficit en cuenta corriente registran valores por encima de 1. Vale la pena mencionar que una de las medidas más usadas es el cociente de reservas netas sobre importaciones de bienes, la cual se estima en 6,7 meses.

Al comparar los diferentes indicadores de liquidez internacional entre países de la región, se observa que para el cociente de reservas a M3 Colombia registra niveles superiores a Chile, México y Brasil. Se destaca el

⁵⁹ Comunicado de prensa del Banco de la República, febrero 24 de 2012.

Cuadro 18
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2008	2009	2010 (pr)	2011 (pr)	2012 (proy)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/ b/}	24.030	25.356	28.452	32.300	33.102
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	10.369	11.418	10.308	14.418	20.730
Reservas netas / amortizaciones deuda externa del año en curso	2,3	2,2	2,8	2,2	1,6
Reservas netas / amortizaciones deuda externa del siguiente año	2,1	2,5	2,0	1,6	1,5
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN / (servicio de la deuda año corriente)	1,8	1,7	2,1	1,8	1,3
RIN / (servicio de la deuda año siguiente)	1,7	1,9	1,6	1,2	1,2
RIN / (amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	1,4	1,5	1,5	1,3	1,0
RIN / (amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	1,5	1,3	1,2	1,0	1,0
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes ^{c/}	7,7	9,7	8,8	7,4	6,7
RIN/M3 (porcentaje) ^{d/}	29,2	26,2	24,7	24,1	22,0
RIN/PIB ^{e/}	9,8	10,7	9,9	9,7	9,0

(pr) preliminar.

(proy) proyectado.

a/ Corresponde a una proyección del saldo de reservas internacionales netas para el año 2012 y considera el compromiso de compra de divisas de al menos US\$20 m diarios entre el 6 de febrero y el 4 de agosto de 2012.

b/ El saldo de las reservas internacionales netas considera los aportes al FLAR.

c/ El valor de la importaciones de bienes corresponde a una proyección para 2012.

d/ El saldo de M3 ampliado para el año 2012 corresponde a una proyección.

e/ El valor del PIB real corresponde a una estimación para el año 2012.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales de ese país pueden captar depósitos en dólares, cuyo encaje se contabiliza como reservas (Gráfico 79).

En las relaciones de las reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra niveles superiores a Chile, y similares o inferiores a México, Brasil y Perú (Gráfico 80).

El indicador de reservas a PIB de Colombia se sitúa en niveles inferiores al registrado por México, Chile, Brasil y Perú. En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que Colombia tiene una posición relativa superior

a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 81).

F. Política fiscal

1. Resultados fiscales de 2011

De acuerdo con cálculos preliminares del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el sector público consolidado (SPC) registró un déficit de \$13.354 mm en 2011, equivalente a 2,2% del PIB⁶⁰. Esta cifra representa un déficit inferior en 1 pp del PIB respecto al cierre de 2010 y en 1,2 pp del PIB frente a la meta

⁶⁰ Comunicado de prensa 08 del 1 de febrero de 2012.

Gráfico 79
Reservas internacionales/M3

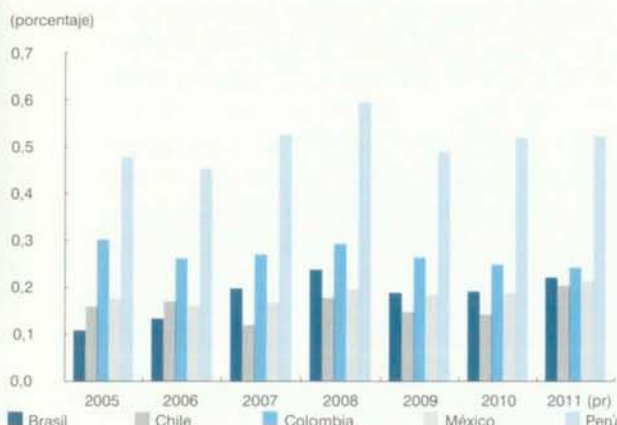
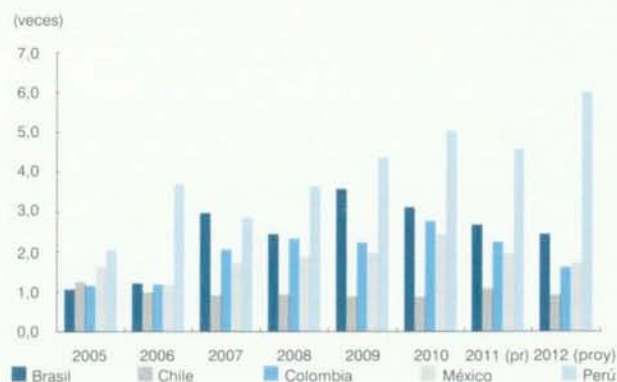


Gráfico 80

A. Reservas internacionales/amortizaciones



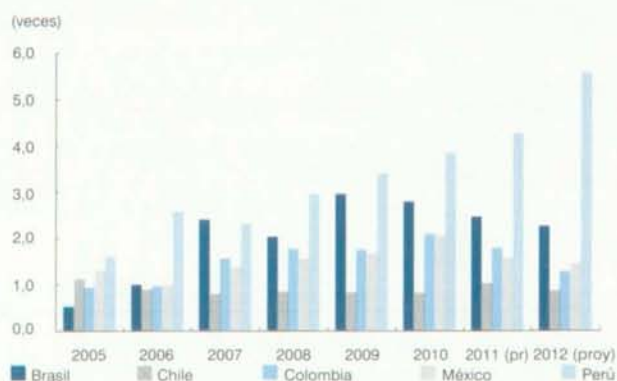
(pr): preliminar.

Fuentes: bancos centrales de los países, *The Economist Intelligence Unit* y Banco de la República.

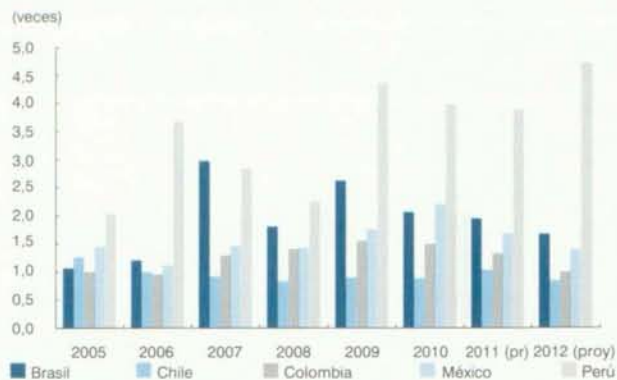
anunciada en el marco fiscal de mediano plazo (MFMP) en el mes de junio de 2011. El mejor resultado fiscal fue posible gracias al desempeño del GNC, cuyo déficit se redujo de 3,8% del PIB en 2010 a 2,9% del PIB al finalizar 2011. Por su parte, el sector público descentralizado mostró un superávit similar al observado en 2010 con un monto de \$5.157 mm (0,8% del PIB), que se originó en los recursos de los fondos públicos de pensiones pertenecientes al sector de la seguridad social. De otro lado, los costos de restructuración financiera, que corresponden a indexaciones, intereses y amortizaciones de deuda asumida por la Nación a raíz de la crisis financiera de 1999, sumaron \$279 mm (Cuadro 19).

El cierre de 2011 es coherente con la estrategia fiscal anunciada por el Gobierno, la cual está dirigida a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo y a promover el crecimiento económico, mediante la asignación de recursos a sectores considerados claves por su impacto en la economía. De hecho, este buen desempeño fiscal permite esperar que el Gobierno cumpla e incluso anticipe las metas de balance fiscal esperadas para 2014, las cuales corresponden a un déficit de 2,4% del PIB para el GNC y a un

B. Reservas internacionales/servicio de la deuda



C. Reservas internacionales/(déficit de cuenta corriente + amortizaciones)



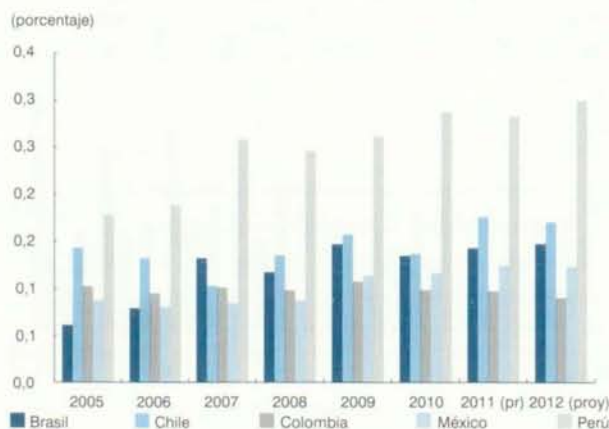
(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

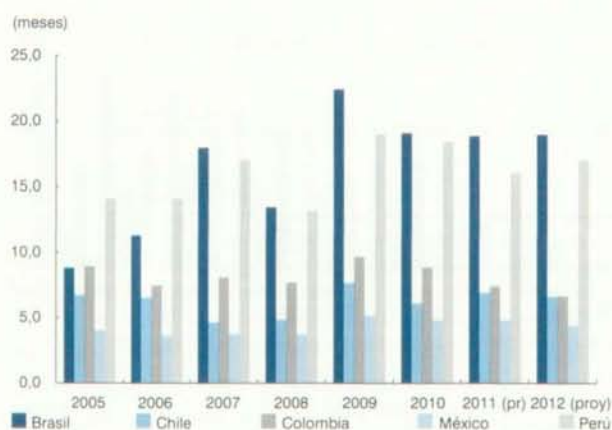
Fuentes: bancos centrales de los países, *The Economist Intelligence Unit* y Banco de la República.

Gráfico 81

A. Reservas internacionales/PIB



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



(pr) preliminar.

(proy) proyectado.

Fuentes: bancos centrales de cada país, The Economist Intelligence Unit y Banco de la República.

equilibrio fiscal para el SPC, tal como se anunció en el MFMP de 2011. Sin lugar a dudas, las reformas presentadas y aprobadas por el Congreso de la República, como la reforma tributaria de 2010, las dos reformas constitucionales de 2011 (de regalías y de sostenibilidad fiscal), así como otras leyes aprobadas en el último año (regla fiscal y ley del primer empleo), entre otras, contribuirán a garantizar la sostenibilidad fiscal del país y a promover el crecimiento económico y la generación de empleo.

La situación fiscal del GNC en 2011 refleja el efecto de una serie de factores económicos y normativos que condujeron a un aumento anual de los ingresos superior al 25,6%. Estos factores se tradujeron en un incremento de 25,4% en el recaudo de impuestos y de 30,3% en las rentas de capital. El mejor desempeño de los tributos, el cual fue superior en \$6.000 mm a lo esperado, se observó en renta e IVA interno, en el GMF y en el impuesto al patrimonio, cuyas tasas de crecimiento fueron de 23,0%, 56,9% y 114,5%, respectivamente. El comportamiento de estos tributos se asocia con la dinámica de la economía, con la gestión de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), con el pago del impuesto de renta por parte de Ecopetrol y con las reformas tributarias de 2009 y de 2010⁶¹. Sobre los recursos de capital vale la pena destacar el traslado de excedentes financieros de Ecopetrol al Gobierno que ascendieron de \$3.311 mm en 2010 a \$5.276 mm en 2011, con un crecimiento cercano al 60% (Cuadro 20). Es importante anotar que, a raíz de la reciente ola invernal, el Gobierno tuvo que gestionar la consecución de recursos adicionales para atender los gastos derivados de la emergencia, sin comprometer las metas establecidas inicialmente⁶².

Los gastos totales del GNC aumentaron 16,7%, incluyendo los recursos asignados a la atención de la emergencia invernal, que ascendieron a 0,8% del PIB. Al evaluar el gasto por rubros, se observa que el funcionamiento creció 10,8%, los intereses de la deuda 13,2%

⁶¹ La primera reforma redujo de 40% a 30% la deducción por inversión en activos fijos y la segunda introdujo algunas modificaciones sobre el gravamen a los movimientos financieros y el impuesto al patrimonio.

⁶² El 29 de diciembre de 2010 el GNC expidió el Decreto 4825 que busca generar ingresos adicionales para la atención de la emergencia invernal, para lo cual estableció una sobretasa del 25% sobre el impuesto al patrimonio, cuando su base gravable supere \$3 mm. El decreto también incluyó en la base del impuesto los patrimonios entre \$1 mm y \$3 mm. En 2011 los gastos incurridos por la emergencia alcanzaron \$5.000 mm, que se financiaron con los ingresos gestionados por este decreto (\$1.000 mm) y con recursos del presupuesto de la vigencia.

Cuadro 19
Sector público consolidado^{a/}
Balance fiscal, 2010 y 2011

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2010	2011 (pr)	2010	2011 (pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(16.934)	(12.717)	(3,1)	(2,1)
1. Gobierno nacional	(21.019)	(17.874)	(3,8)	(2,9)
2. Subtotal sector descentralizado ^{b/}	4.085	5.157	0,7	0,8
Seguridad social	4.835	6.200	0,9	1,0
Empresas en el nivel nacional	197	(166)	0,0	0,0
Empresas en el nivel local	(426)	(528)	(0,1)	(0,1)
Regionales y locales	(521)	(350)	(0,1)	(0,1)
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	223	(183)	0,0	0,0
C. Balance de Fogafin	426	(175)	0,1	0,0
D. Costos de la reestructuración financiera ^{c/}	(392)	(279)	(0,1)	0,0
E. Ajustes ^{d/}	(1.037)	0	(0,2)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(17.713)	(13.354)	(3,2)	(2,2)

(pr) preliminar

a/ Incluye el balance de la emergencia invernal.

b/ No se incluyen los balances de Ecopetrol ni de Isagén.

c/ Corresponde al pago de intereses, amortizaciones e indexaciones asociados con la crisis financiera de finales de los años noventa, los cuales fueron asumidos por la Nación.

d/ Corresponde a la discrepancia estadística por diferencias en las metodologías de cálculo entre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Banco de la República.

Nota: déficit (-) o superávit (+).

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

y la inversión 61,2%. Dentro del primer rubro, los servicios personales se incrementaron 6,6%, los gastos generales 9,7% y las transferencias 11,8%. Dentro de las transferencias sobresalen el sistema general de participaciones (SGP), que ascendió a \$23.193 mm, con un crecimiento de 1,1%, y los giros por pensiones, que alcanzaron \$20.776 mm, con un incremento de 8,0%. En este último rubro se destaca la transferencia al Instituto de los Seguros Sociales (ISS), que alcanzó \$6.500 mm, un 6,6% superior a la observada en 2010. La expansión de los gastos de inversión obedece principalmente a la emergencia invernal y a la ejecución de vigencias futuras en el sector de transporte.

Al incluir los costos de reestructuración financiera y los de la emergencia invernal, el déficit del GNC alcanzó la suma de \$18.153 mm, que equivalen a 3,0% del PIB. El financiamiento externo neto registró \$3.426 mm, producto de desembolsos por \$5.667 mm frente a amortizaciones por \$2.241 mm. Por su parte, el financiamiento interno neto de largo plazo contabilizó \$15.118 mm, con desembolsos de \$29.436 mm y amortizaciones de \$14.318 mm. En cuanto al superávit contabilizado por el sector descentralizado (0,8% del PIB), este tuvo origen en la seguridad social, particularmente en el Fondo de Pensiones Territoriales (Fonpet) y en el Fondo de Garantía de Pensión Mínima Privada.

Cuadro 20
Gobierno nacional central
Balance fiscal, 2010 y 2011 (miles de millones de pesos)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2010	2011 (pr)	2010	2011 (pr)
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	74.957	94.120	13,7	15,5
A. Tributarios	66.781	83.733	12,2	13,8
Renta e IVA interno	46.155	56.749	8,4	9,3
IVA externo y gravamen arancelario	13.885	15.948	2,5	2,6
Gasolina	1.419	1.603	0,3	0,3
Gravamen a los movimientos financieros	3.226	5.062	0,6	0,8
Patrimonio ^{a/}	1.971	4.226	0,4	0,7
Otros	127	144	0,0	0,0
B. No tributarios	627	570	0,1	0,1
C. Fondos especiales	1.010	1.305	0,2	0,2
D. Recursos de capital	6.522	8.496	1,2	1,4
Rendimientos financieros	498	867	0,1	0,1
Excedentes financieros	5.242	6.794	1,0	1,1
Otros	782	836	0,1	0,1
E. Ingresos causados	17	17	0,0	0,0
II. Gastos totales (A + B + C + D)	95.976	111.994	17,5	18,4
A. Intereses	14.847	16.811	2,7	2,8
Externos	3.652	3.568	0,7	0,6
Internos	11.195	13.243	2,0	2,2
B. Funcionamiento ^{b/}	70.442	78.071	12,8	12,8
Servicios personales	11.649	12.413	2,1	2,0
Transferencias ^{c/}	54.461	60.907	9,9	10,0
Gastos generales	4.331	4.751	0,8	0,8
C. Inversión ^{b/ c/}	10.473	16.881	1,9	2,8
D. Préstamo neto	214	232	0,0	0,0
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II)	(21.019)	(17.874)	(3,8)	(2,9)
Costo de reestructuración financiera	392	279	0,1	0,0
IV. Déficit total por financiar	(21.410)	(18.153)	(3,9)	(3,0)
V. Financiamiento (A + B + C + D + E)	21.410	18.153	3,9	3,0
A. Crédito externo neto	2.974	3.426	0,5	0,6
Desembolsos	6.305	5.667	1,2	0,9
Amortizaciones	3.331	2.241	0,6	0,4
B. Crédito interno neto	16.282	15.118	3,0	2,5
Desembolsos	37.465	29.436	6,8	4,8
Amortizaciones	21.183	14.318	3,9	2,4
C. Utilidades del Banco de la República	0	0	0,0	0,0
D. Privatizaciones	533	19	0,1	0,0
E. Otros	1.621	(410)	0,3	(0,1)
VI. Déficit total por financiar como porcentaje del PIB	(3,9)	(3,0)		

(pr) preliminar.

a/ Incluye recaudo para la emergencia invernal.

b/ Incluye pagos y variación en las cuentas por pagar.

c/ Incluye pagos de la emergencia invernal.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

2. Perspectivas fiscales para 2012

De acuerdo con las estimaciones más recientes del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la política fiscal en 2012 mantiene el compromiso de la sostenibilidad fiscal del país y el cumplimiento de los objetivos de crecimiento y empleo planteados por el Gobierno. Para 2012 se proyecta un déficit del sector público consolidado de 1,8% del PIB, el cual es coherente con el proceso de ajuste fiscal gradual que se espera en el mediano plazo⁶³. Esta meta supone un déficit de 2,8% del PIB

para el GNC y un superávit de 1,0% del PIB para el sector descentralizado. Se estima que las operaciones de caja del Fogafin exhiban un superávit de 0,1% del PIB y que los costos de reestructuración financiera se reduzcan significativamente a una cifra inferior a \$100 mm (Cuadro 21).

Las proyecciones oficiales del Ministerio de Hacienda y Crédito Público contemplan un aumento de 11,0% en los ingresos del GNC, con un crecimiento de 9,1% en el recaudo de impuestos y de 29,3% en las rentas de capital. El mayor dinamismo de los impuestos responde a renta e IVA interno, que en conjunto registrarán un incremento de 11,7%. El comportamiento de este rubro está asociado con el pago de renta por parte de Ecopetrol

Cuadro 21
Sector público consolidado^{a/}
Balance fiscal, 2011 y 2012

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2011 (pr)	2012 (proy)	2011 (pr)	2012 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(12.717)	(11.257)	(2,1)	(1,7)
1. Gobierno nacional	(17.874)	(17.987)	(2,9)	(2,8)
2. Subtotal sector descentralizado ^{b/}	5.157	6.730	0,8	1,0
Seguridad social	6.200	5.135	1,0	0,8
Empresas en el nivel nacional	(166)	(1.514)	0,0	(0,2)
Empresas en el nivel local	(528)	(215)	(0,1)	0,0
Regionales y locales	(350)	3.324	(0,1)	0,5
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	(183)	(404)	0,0	(0,1)
C. Balance de Fogafin	(175)	492	0,0	0,1
D. Costos de la reestructuración financiera^{c/}	(279)	(99)	0,0	0,0
E. Ajustes^{d/}	0	0	0,0	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(13.354)	(11.268)	(2,2)	(1,8)

(pr) preliminar.

(proy) proyectado.

a/ Incluye el balance de la emergencia inercial.

b/ No se incluyen los balances de Ecopetrol ni de Isagén.

c/ Corresponde al pago de intereses, amortizaciones e indexaciones asociados con la crisis financiera de finales de los años noventa, los cuales fueron asumidos por la Nación.

d/ Corresponde a la discrepancia estadística por diferencias en las metodologías de cálculo entre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Banco de la República.

Nota: déficit (-) o superávit (+).

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

(que ascenderá de \$3.155 mm a \$6.074 mm), y con la reforma tributaria de 2010 que eliminó la deducción especial por inversión en activos fijos. Cabe destacar el aumento de los excedentes financieros (47,0%), los cuales recogen la transferencia de utilidades de Ecopetrol al GNC que se estima en \$8.404 mm gracias al excelente resultado de la empresa al cierre de las operaciones de 2011 (Cuadro 22).

Los gastos del GNC se estiman en \$122.444 mm, con un crecimiento de 9,3%. Los pagos por intereses aumentarán 13,2%, los de funcionamiento 8,8% y los de inversión 8,7%. La expansión de los gastos de funcionamiento está asociada con los rubros de transferencias y servicios personales que se incrementarán 9,1% y 13,8%, respectivamente. El comportamiento de las transferencias estará jalonado por el SGP y por los giros de pensiones que, en conjunto, crecen 8,3%. Los gastos de inversión incluyen los recursos destinados a la ampliación del plan obligatorio de salud del régimen subsidiado para menores de doce años y la ejecución de vigencias futuras en proyectos de infraestructura de transporte.

El déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración financiera, ascenderá a \$18.087 mm (2,8% del PIB). El financiamiento externo neto alcanzará \$3.894 mm y el crédito interno neto de largo plazo contabilizará \$10.718 mm. Adicionalmente, se esperan recursos provenientes de privatizaciones por \$5.114 mm.

En cuanto al sector descentralizado, se proyecta un superávit de 1,0% del PIB, originado en el sector de la seguridad social (0,8% del PIB) y en el sector público regional y local (0,5% del PIB). El superávit de la seguridad social será inferior en 0,2 pp del producto con respecto al cierre de 2011, debido a la unificación gradual de los planes de beneficios de los regímenes contributivo y subsidiado, que se reflejará de nuevo en un déficit en el área de salud. Por su parte, el sector público regional y local presentará un mejor resultado fiscal, al pasar de un déficit de 0,1% del PIB en 2011 a un superávit de 0,5% del PIB en 2012. Esta situación obedece, en parte, a la creación del Fondo de Ahorro y Estabilización (FAE), que hace parte del nuevo sistema general de regalías (SGR), y que acumulará un superávit equivalente a 0,2% del PIB.

Para finalizar, es importante destacar que el Acto Legislativo 05 de 2011 modificó la forma como se distribuyen las regalías y facultó al GNC para reglamentar de manera transitoria el nuevo sistema, hasta cuando el Congreso expida una Ley que determine tanto la distribución, como los objetivos, la administración, la ejecución, el control, el uso eficiente y la destinación de los recursos provenientes de las regalías. Con base en esta facultad, el GNC expidió el Decreto 4923 del 26 de diciembre de 2011, mediante el cual se garantiza la operación del SGR.

Cuadro 22
Gobierno nacional central
Balance fiscal, 2011 y 2012 (miles de millones de pesos)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2011 (pr)	2012 (proy)	2011 (pr)	2012 (proy)
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	94.120	104.457	15,5	16,2
A. Tributarios	83.733	91.337	13,8	14,2
Renta e IVA interno	56.749	63.421	9,3	9,9
IVA externo y gravamen arancelario	15.948	16.748	2,6	2,6
Gasolina	1.603	1.694	0,3	0,3
Gravamen a los movimientos financieros	5.062	5.125	0,8	0,8
Patrimonio ^{a/}	4.226	4.194	0,7	0,7
Otros	144	154	0,0	0,0
B. No tributarios	570	638	0,1	0,1
C. Fondos especiales	1.305	1.493	0,2	0,2
D. Recursos de capital	8.496	10.972	1,4	1,7
Rendimientos financieros	867	869	0,1	0,1
Excedentes financieros	6.794	9.989	1,1	1,6
Otros	836	114	0,1	0,0
E. Ingresos causados	17	17	0,0	0,0
II. Gastos totales (A + B + C + D)	111.994	122.444	18,4	19,0
A. Intereses	16.811	19.026	2,8	3,0
Externos	3.568	4.286	0,6	0,7
Internos	13.243	14.740	2,2	2,3
B. Funcionamiento ^{b/}	78.071	84.920	12,8	13,2
Servicios personales	12.413	14.121	2,0	2,2
Transferencias ^{c/}	60.907	66.426	10,0	10,3
Gastos generales	4.751	4.373	0,8	0,7
C. Inversión ^{b/ c/}	16.881	18.354	2,8	2,9
D. Préstamo neto	232	145	0,0	0,0
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II)	(17.874)	(17.987)	(2,9)	(2,8)
Costo de reestructuración financiera	279	99	0,0	0,0
IV. Déficit total a financiar	(18.153)	(18.087)	(3,0)	(2,8)
V. Financiamiento (A + B + C + D + E)	18.153	18.087	3,0	2,8
A. Crédito externo neto	3.426	3.894	0,6	0,6
Desembolsos	5.667	7.380	0,9	1,1
Amortizaciones	2.241	3.486	0,4	0,5
B. Crédito interno neto	15.118	10.718	2,5	1,7
Desembolsos	29.436	24.774	4,8	3,8
Amortizaciones	14.318	14.056	2,4	2,2
C. Utilidades del Banco de la República	0	0	0,0	0,0
D. Privatizaciones	19	5.114	0,0	0,8
E. Otros	(410)	(1.639)	(0,1)	(0,3)
VI. Déficit total por financiar como porcentaje del PIB	(3,0)	(2,8)	(0,0)	(0,0)

(pr) preliminar.

(proy) proyectado.

a/ Incluye recaudo para la emergencia inercial.

b/ Incluye pagos y variación en las cuentas por pagar.

c/ Incluye pagos de la emergencia inercial.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Recuadro 2

Mercado de trabajo en Colombia: hechos, tendencias e instituciones

El buen desempeño del mercado de trabajo es un elemento clave para el bienestar de una sociedad. Por ello, para empleadores, empleados, inactivos, desempleados y gestores de la política pública, incluyendo la autoridad monetaria, es importante entender su dinámica. Entre los determinantes de su funcionamiento figuran el cambio técnico, el precio relativo del trabajo y el capital, la existencia de distorsiones y rigideces, factores demográficos, la estructura impositiva, la demanda agregada y las normas e instituciones, entre otros.

Por su desempeño, el mercado laboral en Colombia podría ser visto, por un lado, como un espacio vigoroso y dinámico pero, por otro, podría ser calificado como un mercado esclerótico y rígido. Entre los indicadores que sugieren un alto dinamismo del mercado están: los grandes flujos de personas entrando y saliendo de sus condiciones de empleados, desempleados e inactivos; la importante incursión de la mujer en el mercado de trabajo en los últimos veinticinco años; el cambio en la composición relativa de la mano de obra en favor de personas con más años de educación formal¹; la movilidad de la mano de obra hacia otros países, y el comportamiento de los salarios reales tanto en el largo plazo como en la frecuencia propia de los ciclos económicos.

Por su parte, entre los indicadores que sugieren un mercado de bajo desempeño están: la existencia de una tasa de desempleo estructural que ha fluctuado entre 9% y 12% en las últimas dos décadas; el desmedido crecimiento del sector informal; los altos niveles alcanzados por los indicadores de subempleo; el aumento de la tasa de desempleo entre finales de 1994 y comienzos de 2001 a un ritmo pro-

medio de 0,18% mensual hasta llegar a niveles cercanos a 20%, y su lenta caída, a un ritmo promedio de 0,11% mensual, entre junio de 2001 y diciembre de 2007; la escasa movilidad interna de la mano de obra, y las persistentes diferencias entre los indicadores de desempeño de las ciudades.

Estas percepciones contradictorias llevaron al Banco de la República a creer que importantes contribuciones previas de muchos autores internos y externos al Banco, dedicadas al análisis del mercado de trabajo, debían actualizarse, ampliarse y complementarse para lograr entender mejor su funcionamiento, máxime si se tiene en cuenta la creciente inserción de Colombia en la economía mundial. De esta manera, una vez más la Institución adelantó un conjunto de investigaciones, diecinueve en total, donde el objetivo fue caracterizar el mercado laboral colombiano e identificar sus determinantes y cuyo compendio tiene el mismo título de este recuadro: "Mercado de trabajo en Colombia: hechos, tendencias e instituciones". Estas fueron realizadas, en su gran mayoría, por su equipo de investigadores del Banco.

Durante el desarrollo de las investigaciones se consultaron también algunos especialistas del mercado de trabajo, quienes respondieron que el nivel de la tasa de desempleo estructural urbano, ronda, a su juicio, el 9%; y que la falta de emparejamiento entre la oferta y la demanda de trabajo², los precios relativos de los factores de la producción y las altas tasas impositivas, son posibles causas del alto desempleo en Colombia. En consonancia con lo anterior, las medidas de política para mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo deben enfocarse, según los en-

¹ La caída en la relación entre el número de horas de asalariados no calificados a calificados pasó de 7,5 a 2,0 en algo más de dos décadas.

² Lo cual podría estar relacionado con la falta de educación de la mano de obra.

cuestados, en la reducción de los impuestos a la nómina (parafiscales) y en el diseño de mecanismos que aumenten la eficiencia del emparejamiento entre empleados y empleadores. Llamen la atención, sin embargo, las diferencias registradas en cuanto a los efectos en materia de desempleo que son atribuidos al salario mínimo y a sus mecanismos de negociación, así como a la apreciación del peso y a los subsidios a la inversión.

Los puntos de vista de los especialistas reforzaron la opinión de que era necesario someter el mercado de trabajo a un nuevo análisis no solo en sus aspectos microeconómicos de oferta y demanda, sino también de los macroeconómicos y los regulatorios e institucionales orientados por el Código Sustantivo del Trabajo, la Ley 50 de 1989, la Ley 100 de 1993, la Sentencia C-185 de la Corte Constitucional y las reformas que buscaron flexibilizar el mercado laboral y reordenar el sistema pensional, como lo son las leyes 789 de 2002 y 797 de 2003, entre otras. Estas reformas han modificado algunos aspectos del mercado, sin embargo, otros han perdurado³, entorpeciendo, aparentemente, su funcionamiento.

Hallazgos de las investigaciones

Los resultados de los estudios son abundantes, variados y, muchos de ellos, novedosos. Entre las conclusiones más importantes de esta agenda están las siguientes:

1. En los últimos veinte años se han creado nuevas instituciones laborales que se mueven entre el carácter protector del trabajo y la mayor flexibilidad laboral.
2. El cambio en la composición sectorial de la producción observado en las últimas tres décadas, que se ha traducido en mayor

demanda de trabajo calificado. Como consecuencia, los salarios de las personas con mayor nivel educativo han aumentado.

3. La magnitud de los flujos de trabajadores entrantes y salientes del empleo, el desempleo y la inactividad sugieren que en Colombia el mercado laboral es más dinámico de lo que a primera vista se concluye de la persistencia de la tasa de desempleo y su nivel estructural.
4. Desde el punto de vista geográfico, el mercado de trabajo de Colombia parece heterogéneo, con poca movilidad de la mano de obra e importantes diferencias en las tasas de desempleo, ocupación y participación entre ciudades. Esto podría implicar la necesidad de formular políticas diferenciales entre regiones.
5. A juzgar por el nivel de tasa de desempleo estructural de Colombia (10,8% para el período 1984-2010)⁴, el mercado de trabajo adolece de problemas que no permiten que baje significativamente sin que emerjan efectos colaterales como la inflación. Dado que su nivel es más alto que los calculados antes de 2001, las reformas laborales adelantadas al comienzo de la década de 2000 o bien no parecen haber surtido los efectos esperados, o los mismos fueron contrarrestados por otras decisiones o choques.
6. La informalidad en Colombia está asociada con los altos costos de crear una empresa (formal), una estructura tributaria inconveniente, un salario mínimo superior al de equilibrio y unas contribuciones parafiscales inadecuadas. Eliminar estas últimas y contener el aumento del salario mínimo sería benéfico para reducir el tamaño del sector informal y aumentar el del formal, aunque su efecto sobre la tasa de desempleo no sería tan claro.
7. El nivel del salario mínimo en Colombia no está ayudando a los más pobres, pero si

³ Es el caso del mantenimiento del Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA) como eje central del sistema de capacitación de la mano de obra; el mecanismo y frecuencia de negociación o determinación del salario mínimo; la financiación mediante un impuesto a la nómina de una institución de la importancia del Instituto Colombiano de Bienestar Familiar (ICBF); la falta de un seguro privado de desempleo, entre los más relevantes.

⁴ Corresponde al promedio de la estimación de Arango, L. E., García-Suaza A. y Posada, C. E. (2011). "Inflación y desempleo en Colombia: Nairo y tasa de desempleo compatible con la meta de inflación (1984-2010)", Borradores de Economía, núm. 453, Banco de la República.

obstaculiza la generación de empleo moderno no calificado.

8. Las remesas provenientes de España y los Estados Unidos pueden influir en el mercado de trabajo en Colombia, ya que cuanto mayores son aquellas, menor es la participación laboral. Esto ha sido particularmente evidente en el caso del Eje Cafetero.
9. Los movimientos en la oferta laboral causados por los cambios en los ingresos no laborales (como las remesas) afectan el salario real, tanto así que podrían hacerlo lucir como rígido. Si la política monetaria se diseña con base en dicha apariencia, podría resultar inadecuada.
10. Las dinámicas de corto plazo del mercado laboral están determinadas por el tipo de choques recibidos (de productividad, demanda agregada y oferta laboral) y por cambios en las variables exógenas como los términos de intercambio, el salario mínimo y los costos laborales no salariales.
11. Los estímulos a la inversión en capital físico, como el eliminado recientemente mediante la Ley 1430 de 2010, no necesariamente reducen el empleo en el corto plazo; por el contrario, en el largo plazo una mayor escala del capital estimularía el crecimiento y el empleo.

El desempeño del mercado laboral es un eje central de la transmisión de la política

monetaria y, por ende, del carácter de las fluctuaciones de corto plazo. El conocimiento de su funcionamiento le permitirá al país tomar las medidas pertinentes para estar más a tono con las exigencias del mundo moderno. Para Colombia, en particular, marcan el inicio de una competencia abierta en el marco de diferentes acuerdos comerciales, fundamentalmente con Chile, Canadá, el Mercosur, los Estados Unidos y la Unión Europea, para solo mencionar algunos de ellos, además de los que están en negociación con Panamá, Corea y Turquía.

En el curso de los próximos diez o quince años se presentarán desgravaciones totales de los productos agropecuarios (la gran parte de la producción industrial se libera cuando entren en vigencia los acuerdos), por lo que es importante contar con un mercado de trabajo en plena sintonía con las demandas interna y externa. Es decir, los sistemas de educación y formación de la mano obra deberán estar en posibilidad de recibir las señales del mercado de bienes, altamente influenciado por la demanda externa, e inclusive anticiparlas para adecuar el capital humano a los requerimientos de las empresas y del mercado. Sin embargo, los cambios en estos sistemas pueden ser lentos y costosos. Lo anterior sugiere, entre muchas otras cosas, que la educación debe moverse hacia la formación eficiente de mano de obra para la producción de bienes y servicios.

Recuadro 3

El comportamiento del precio de la vivienda y del crédito en algunos países de América Latina

A raíz de las grandes pérdidas que dejó la reciente crisis financiera internacional, volvió a tomar fuerza la necesidad de identificar a tiempo los posibles desbalances macroeconómicos que pueden enfrentar las economías, tales como excesos de crédito o sobrevaloraciones en los precios de los activos. También, se revivió la discusión sobre las posibles medidas de política económica que podrían emplearse para evitar la formación de dichos desequilibrios¹.

Con respecto al vínculo entre los excesos de crédito y la sobrevaloración en el precio de los activos, una de las teorías que explica dicha relación es la del acelerador financiero (Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1999). Según esta teoría, cuando hay información asimétrica, las condiciones económicas son favorables y existen elevados niveles de confianza, los agentes tienden a asumir un mayor riesgo, aumentando la demanda por diferentes tipos de activos, presionando al alza sus precios. Esta valorización amplía la capacidad de endeudamiento de los hogares y las empresas e incentiva una mayor solicitud de crédito destinado a la compra de estos activos. De esta forma, la mayor demanda de los activos vuelve a generar incrementos en sus precios².

El anterior proceso, que en el corto plazo incentiva la actividad económica y mejora la profundización financiera, puede seguir retroalimentándose y generar en el largo plazo niveles

insostenibles en los precios de los activos, junto con altas tasas de apalancamiento. Si esto se materializa, una caída repentina en el precio de estos bienes produce una fuerte pérdida en la riqueza de los agentes, generando posibles incumplimientos en los pagos de los créditos y originando una crisis financiera.

Por todo lo anterior, en este recuadro se analiza el comportamiento del precio de la vivienda y el crédito en Colombia y se compara con la evolución de estas mismas variables en otros países de la región. En la parte final del recuadro se concluye.

1. Los precios de la vivienda

En los últimos cinco años los precios de la vivienda han registrado una tendencia creciente en varios países de la región. En dicho período el precio relativo de la vivienda respecto al IPC ha presentado incrementos importantes en Colombia, Perú y Chile. Algo similar ha ocurrido en Argentina, donde los precios en dólares han aumentado desde finales de 2002. Cabe señalar que el crecimiento real de los precios de la vivienda se enmarca dentro de dos contextos diferentes. Así, mientras que en Colombia y Perú el incremento estuvo precedido de una fuerte caída durante finales de los años noventa y principios de la década pasada, en Chile y Argentina estos precios han estado al alza sistemáticamente desde 1990.

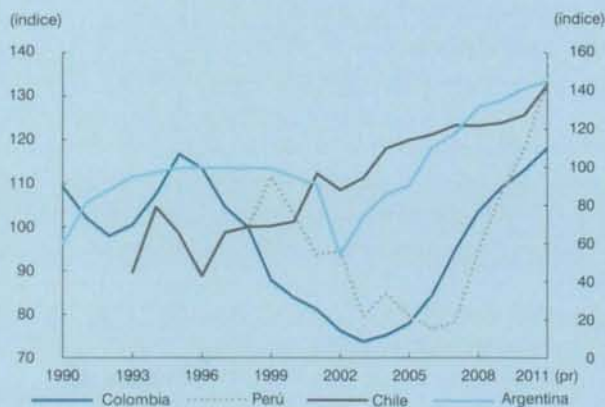
La información preliminar de 2011³ muestra que en todos los casos los índices de precios de la vivienda se encuentran en niveles históricamente altos (Gráfico R3.1). En particular, en Colombia los precios reales de la vivien-

¹ Por ejemplo, el bajo costo de oportunidad del dinero puede generar incentivos para que los agentes canalicen sus inversiones en proyectos riesgosos o aumenten su nivel de endeudamiento. Por ello, Gambacorta (2009) sugiere evitar tasas de interés reales innecesariamente bajas, ya que pueden exacerbar desbalances financieros.

² Adicional a lo expresado por tal teoría, es importante mencionar que la oferta de crédito también puede aumentar cuando los precios de los activos crecen, dado que el colateral ofrecido como garantía aumenta de valor, generando una mayor confianza para prestar por parte del sistema financiero.

³ Para Perú, Chile y Colombia se toma el crecimiento anual observado hasta septiembre. En el caso de Argentina se emplea la proyección de BBVA Research.

Gráfico R3.1
Índice de precios de la vivienda relativo al IPC^{a/}
(1998 = 100)

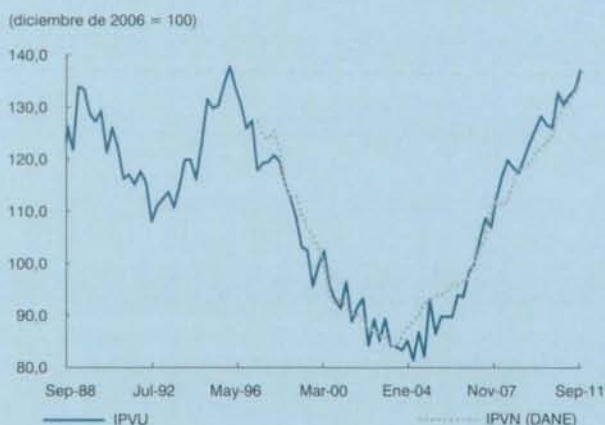


(pr) provisional.

a/ Excepto para Argentina, que se toma en dólares corrientes.

Fuentes: Banco Central de la Reserva del Perú, Observatorio Habitacional, Reporte Inmobiliario, BBVA Research y Banco de la República.

Gráfico R3.2
Índices del precio de la vivienda relativo al IPC



Fuente: Banco de la República.

da nueva (IPVN) y usada (IPVU) continuaron aumentando al tercer trimestre de 2011 a tasas cercanas al 5% en promedio (Gráfico R3.2).

La anterior tendencia puede explicarse tanto por factores de oferta como de demanda. En cuanto a los factores de oferta, la escasez del suelo urbano puede explicar parte del aumento de los precios de la vivienda. Por otra parte, algunos

factores recientes que han afectado la demanda de vivienda tienen que ver con la alta volatilidad internacional en los precios de los activos financieros (acciones y bonos) y con las fuertes pérdidas de ingreso que han enfrentado las familias en los mercados mundiales, lo que ha llevado a que la tierra y la vivienda en la región sea una mejor alternativa de inversión. Así mismo, la crisis en los países desarrollados pudo haber generado cambios en el destino de cierto porcentaje de las remesas que los trabajadores envían a sus países de origen, dirigiéndolas hacia la compra de vivienda, ante la posibilidad de retornar a su país natal o de diversificar sus inversiones. Adicionalmente, tanto la existencia de programas de subsidio al sector como los cambios demográficos o las migraciones hacia las ciudades también han podido generar algunas presiones de demanda en el sector inmobiliario.

Los altos precios de la vivienda también pueden estar relacionados con las expectativas que tienen los agentes sobre la valorización futura de la propiedad raíz. En un contexto de elevada confianza, alta dinámica de la demanda interna, mercado laboral favorable y fuertes entradas de capital, los agentes pueden pensar que el crecimiento de los precios en este sector continuará en el largo plazo. Estas expectativas pueden incentivar una mayor demanda de crédito y conducir al endeudamiento de los hogares a niveles no sostenibles⁴.

Hasta febrero de 2012 las cifras de cartera hipotecaria sobre PIB, al igual que el valor de los préstamos relativo al precio de la vivienda, muestran que las compras en este sector se han dado con una fuerte participación de recursos propios. Así, la mayor aceleración en la deuda de los hogares se ha originado en el crédito de consumo.

2. Evolución del crédito

Una variable que permite identificar los desbalances del crédito es la relación de cartera a PIB, la cual mide tanto la profundización

⁴ En algunos países, incluido Colombia, situaciones como estas han estado acompañadas por fuertes bajas en los precios de la vivienda, crisis financieras, recesiones y problemas fiscales.

financiera como el porcentaje de la producción que es apalancado. Dicha relación en algunos países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México y Perú) ha venido aumentando de manera constante. Así, entre el primer trimestre de 1994 y el tercero de 2011 la mayor profundización promedio la presentó Chile, con 65,2%, seguida de Brasil (43,4%). El país con menor profundización es Argentina, que en promedio es de 16,2%. Para Colombia este indicador fue en promedio 27,4% durante este período.

Al analizar la serie en términos de tendencias, países como Chile y Costa Rica han aumentado su indicador de manera constante durante toda la muestra, mientras que en Colombia, Ecuador y Perú, aunque con tendencia positiva, su trayectoria ha sido más variable en dicho período. Cabe señalar a Brasil como el país que mayor variabilidad ha tenido, dado que comenzó el período con cerca de 70% en su indicador, bajó en 2002 a 30% y recientemente ha tenido una tendencia positiva, ubicando el indicador en septiembre de 2011 en cerca de 56% (Gráfico R3.3).

Al comparar a Colombia con el resto de países de la región, su indicador de profundización financiera pasó de 26,5% en diciembre de 2006 a 36,2% a finales de 2011. Esta última cifra es más baja que la registrada en países como Chile (77,3%) y Brasil (55,8%), y es superior a la de México (17,4%) y Argentina (14,7%). En cuanto al crecimiento real anual del crédito, en septiembre de 2011 las tasas más altas las presentaron Argentina (36,2%), Colombia (19,7%) y Perú (18,8%), mientras que en Costa Rica (8,3%) y México (12,7%) se observaron las más bajas.

Para identificar los períodos de auge crediticio en los países mencionados, se utilizó la metodología propuesta por Gourinchas *et al.* (1999). Según aquellos autores, el inicio de un auge de crédito se define cuando el indicador de desviación absoluta (diferencia entre la relación de cartera a PIB respecto a su tendencia⁵) supera los 2 puntos porcentuales (pp). De acuerdo con

este ejercicio, se pueden identificar tres períodos donde al menos dos países de la muestra se encontraban en auge; a saber: III. trim. 1993 a III. trim. 1994; III. trim. 1998 a III. trim. 2002, y II. trim. 2008 a IV. trim. 2009 (Gráfico R3.4). Los resultados muestran que a septiembre de 2011 las mayores desviaciones por encima de la tendencia se observaron en Argentina (1,26 pp), Ecuador (1,64 pp) y Colombia (0,8 pp). Sin embargo, aquellas aún no se pueden considerar como un auge de crédito (Cuadro R3.1).

En el caso colombiano, de acuerdo con la metodología de Gourinchas *et al.* (1999), se identificaron dos episodios de auge de crédito, el primero entre septiembre de 1997 y el mismo mes de 1999, cuando la razón cartera/PIB alcanzó un máximo de 33,7%; y el segundo durante el tercer y cuarto trimestres de 2007, cuando el indicador aumentó 2 pp sobre su tendencia. En la actualidad el indicador ha venido aumentando a un ritmo mayor que su tendencia, pero sin superar el límite de los 2 pp.

Para Colombia también se realizó un ejercicio econométrico siguiendo los trabajos de Mendoza y Terrones (2008), con dos objetivos: el primero, identificar la robustez de los períodos de auge encontrados con la metodología de Gourinchas *et al.* (2009), y el segundo, caracterizar el comportamiento de algunas variables macroeconómicas y financieras alrededor de estos períodos⁶. En este sentido, se busca establecer si el crecimiento actual de la cartera⁷ se puede determinar como un auge de crédito con características similares a los encontrados en la muestra de países.

Según esta metodología, un auge de crédito es identificado cuando el componente cíclico de la cartera real per cápita es superior a su

La tendencia se calculó a partir del filtro de Hodrick-Prescott para los datos trimestrales desde inicios de los años noventa hasta septiembre de 2011 para todos los países, a excepción de Colombia, el cual se calculó hasta diciembre de 2011.

⁵ Este ejercicio es una actualización del Recuadro 4 presentado en el *Informe sobre Inflación* de junio de 2011, pp. 67-71.

⁷ Durante 2011 la cartera del sistema financiero creció en términos nominales a tasas anuales superiores al 20%, es decir, alrededor de dos veces la expansión del PIB nominal estimado para 2011.

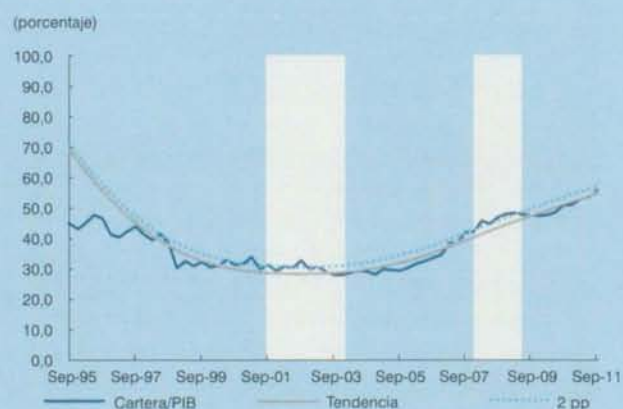
$$^5 \text{ Desviación absoluta} = \left(\frac{\text{Cartera}}{\text{PIB}} \right)^{\text{actualizado}} - \left(\frac{\text{Cartera}}{\text{PIB}} \right)^{\text{tendencia}}$$

Gráfico R3.3
Profundización financiera, tendencia y desviación absoluta para algunos países de América Latina
(cartera/PIB)

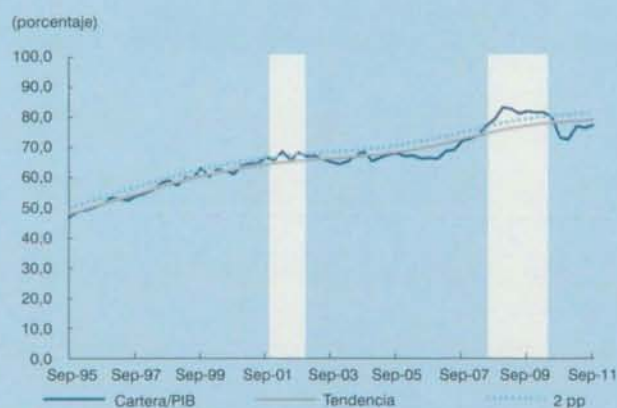
A. Argentina



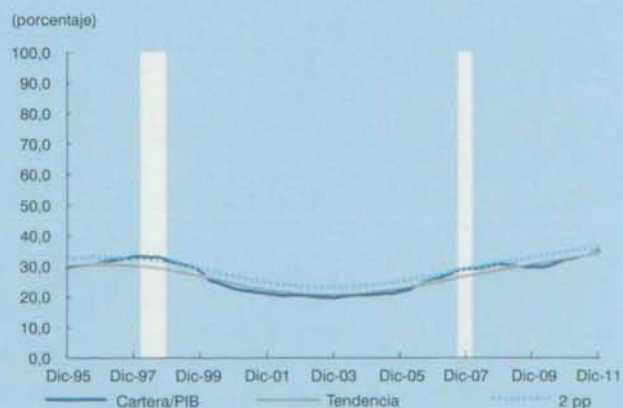
B. Brasil



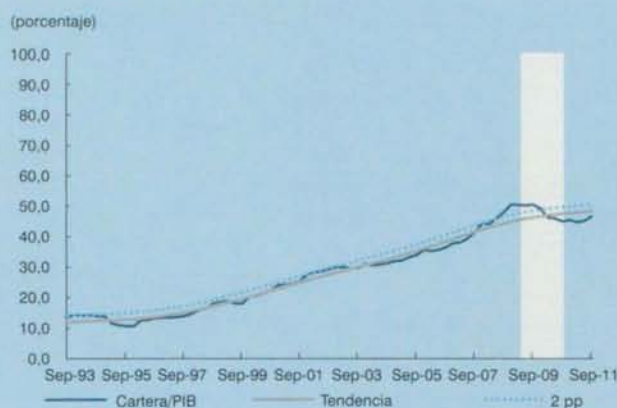
C. Chile



D. Colombia



E. Costa Rica



F. Ecuador

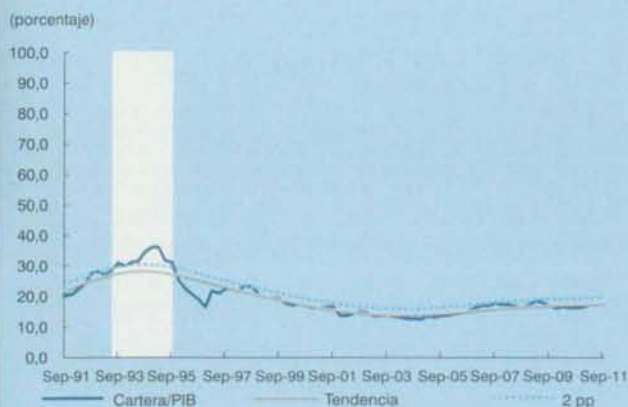


Fuentes: bancos centrales y reguladores financieros de cada país, Bloomberg y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R3.3 (continuación)

Profundización financiera, tendencia y desviación absoluta para algunos países de América Latina (cartera/PIB)

G. México



H. Perú

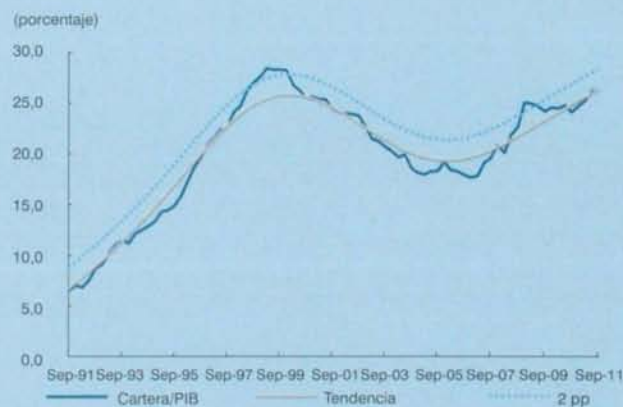
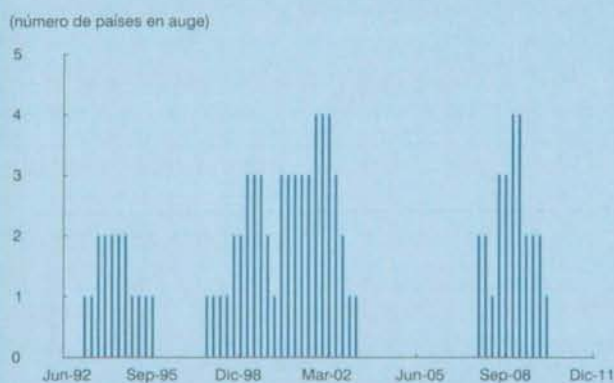


Gráfico R3.4

Países en auge según Gourinchas (1999)



Fuente: FMI; cálculos del Banco de la República.

promedio histórico en más de una desviación estándar⁸. Este criterio identifica para Colombia dos auges de crédito con los niveles más altos en el segundo trimestre de 1998 y en el primero de 2008. A finales de 2011 el componente cíclico es positivo, pero no supera las dos desviaciones estándar (Gráfico R3.5).

Así mismo, este ejercicio busca determinar si el comportamiento y el nivel reciente

⁸ Los autores usan la cartera real per cápita como indicador de crédito, pues esta medida no se ve afectada por la profundización financiera como sí lo estaría la relación crédito a PIB.

Cuadro R3.1

Episodios de auge de crédito en América Latina

País	Inicio	Fin	Máxima desviación (puntos porcentuales)
Argentina	Mar-99	Mar-02	4,2
Brasil	Mar-93	Sep-94	95,6
Brasil ^{a/}	Jun-00	Mar-03	4,6
Brasil	Sep-07	Mar-09	4,1
Chile	Sep-01	Sep-02	3,6
Chile	Jun-08	Mar-10	7,3
Colombia	Sep-97	Sep-99	3,6
Colombia	Sep-07	Dic-07	2,1
Costa Rica	Jun-08	Dic-09	5,5
Ecuador	Jun-00	Jun-02	4,2
México	Sep-93	Sep-95	8,2
Perú	Sep-98	Dic-99	3,0
Perú	Dic-08	Mar-09	2,9

a/ Si se tiene en cuenta el segundo episodio de auge de crédito en Brasil, el promedio es 11,5 pp. Sin tener en cuenta este episodio, el promedio de las desviaciones máximas sería 4,4 pp. Fuente: FMI; cálculos del Banco de la República.

de algunas variables macroeconómicas (en su componente cíclico) son similares a los observados antes de los auges de crédito identificados. Para tal efecto, las fechas mencionadas se

Gráfico R3.5
Componente cíclico: cartera real per cápita



Fuente: Banco de la República.

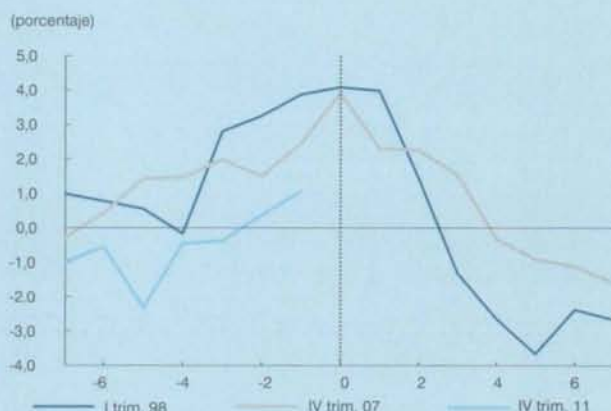
consideraron como punto cero en el eje horizontal y todas las variables se centraron alrededor de dichos puntos (siete períodos hacia adelante y siete hacia atrás). El paso siguiente fue suponer que diciembre de 2011 terminaba en dicho punto cero. Todo ello con el fin de comparar si los niveles de las variables analizadas se asemejan a los registrados en los dos auge crediticios identificados (Gráficos R3.6 a R3.8).

El Gráfico R3.6 muestra que las variables de demanda interna continúan creciendo por encima de su tendencia de largo plazo, pero con niveles más bajos que los registrados en los auge. En particular, el PIB y el consumo llevan dos y tres trimestres consecutivos con un componente cíclico positivo. De igual manera, la evolución de las variables analizadas del sector externo (Gráfico R3.7) es consistente, de acuerdo con la metodología de Mendoza y Terrones (2008), con la formación de un auge de crédito, al mostrar que hay una ampliación del déficit de la cuenta corriente y una creciente entrada de capitales.

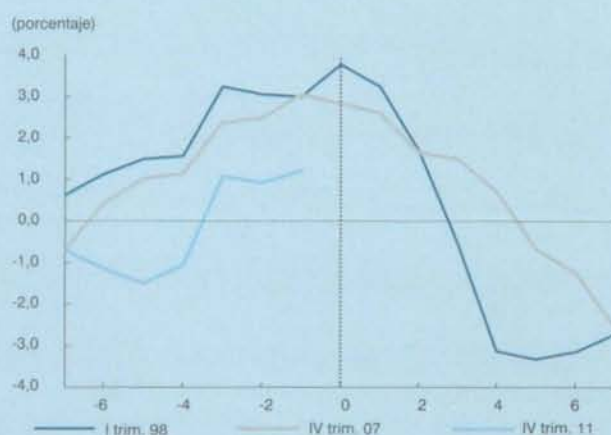
Por otro lado, el componente cíclico de los precios de las acciones en los últimos cinco trimestres ha mostrado una continua caída (Gráfico R3.8). Este comportamiento es similar al registrado por el precio de las acciones en los auge de crédito anteriores, y consistente con

Gráfico R3.6

A. PIB real



B. Consumo real

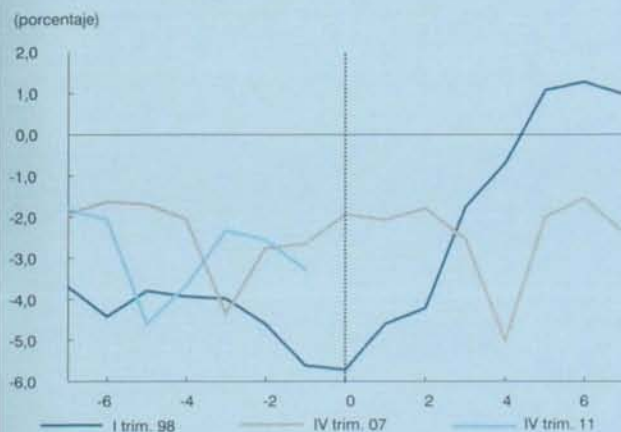


Fuente: Banco de la República.

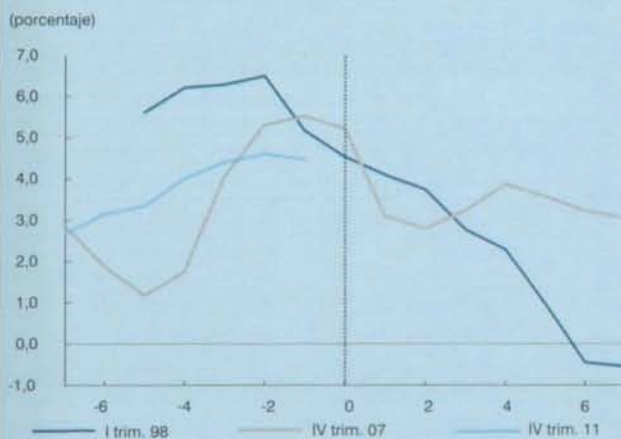
los hallazgos reportados por Mendoza y Terrones (2008).

En general, tanto el crédito como los precios de la vivienda están creciendo a tasas importantes y se encuentran en niveles altos con respecto a su histórico. Así mismo, de acuerdo con las metodologías de Gourinchas *et al.* (1999) y de Mendoza y Terrones (2008), el comportamiento de las variables de demanda interna y del sector externo se encuentra en un ciclo alcista, junto con los valores positivos

Gráfico R3.7

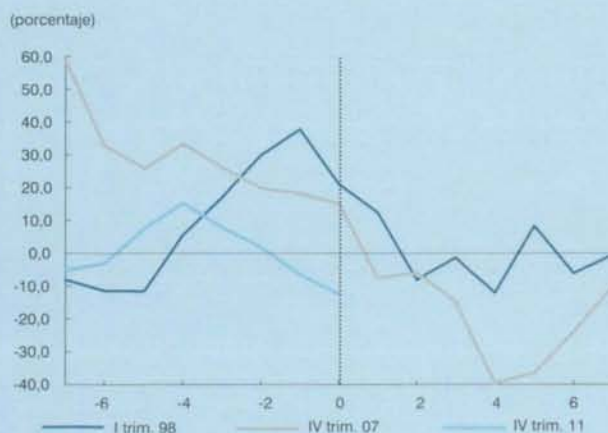
A. Cuenta corriente PIB
(porcentaje del PIB)

B. Entrada neta de capitales a la economía/PIB



Fuente: Banco de la República.

del componente cíclico de la cartera y su crecimiento, mostrando que, aunque todavía la economía colombiana no se encuentra en un

Gráfico R3.8
Precio real de las acciones

Fuente: Banco de la República.

auge crediticio, estas variables se deben seguir monitoreando muy de cerca, dado su comportamiento reciente.

Referencias:

Bernanke, B.; Gelter, M.; Gilchrist, S. (1999). "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam: NorthHolland.

Gambacorta, L. (2009). "Monetary Policy and Risk-taking Channel", *Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales, diciembre.

Gourinchas, P., Valdés, R. y Landerretche, O. (1999). *Lending Booms: some stylized facts*. Publicaciones del Banco Central de Chile.

Mendoza, E.; Terrones, M. (2008). "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data", working paper, núm. 14049, National Bureau of Economic Research, Inc.

Recuadro 4 Evolución del déficit corriente de Colombia

Una de las características del crecimiento económico colombiano es la existencia de un déficit de cuenta corriente, el cual refleja el exceso de inversión frente a los niveles de ahorro interno. Este crecimiento ha implicado un aumento en la demanda de bienes y servicios importados y unos mayores pagos al exterior por renta factorial, lo que se tradujo en una ampliación del déficit corriente en la balanza de pagos del país, financiado con entradas de capitales extranjeros. En este recuadro se comentan los hechos más relevantes que explican la dinámica de la cuenta corriente durante la última década, describiendo, inicialmente, los resultados globales y las principales causas de este déficit, según sus componentes. Luego, se desagregan las operaciones corrientes de los distintos sectores económicos, con el fin de hallar en el nivel sectorial las mayores fuentes de presión del déficit corriente del país.

1. La cuenta corriente y sus componentes

En términos de la composición de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia, las exportaciones de bienes son el principal componente de los ingresos corrientes, representando en los años recientes el 78% del total, lo que equivale al 15% del PIB. En seguida se ubican las transferencias corrientes, que a pesar de registrar una tendencia creciente al principio de la última década, su importancia relativa se ha visto reducida, alcanzando el 11% del total de ingresos y el 2% del PIB. En cuanto a las exportaciones de servicios, estas han respondido por el 8% de los ingresos corrientes promedio de 2007 a 2011 (Cuadro R4.1).

Por su parte, en el caso de los egresos corrientes, las importaciones de bienes representaron alrededor del 64% del total (15% del PIB), seguidas por la renta de los factores (originada

principalmente por los giros de utilidades y, en menor medida, por el pago de intereses de la deuda externa), lo que explicó el 22% de los egresos (Cuadro R4.1). Las importaciones de servicios registraron una participación decreciente, alcanzando el 13% del flujo promedio de egresos corrientes de 2007-2011.

2. Dinámica del déficit corriente

El déficit corriente en dólares ha presentado una dinámica creciente, duplicándose en los dos años recientes frente al nivel de 2006-2007 (Gráfico R4.1). Sin embargo, como porcentaje del PIB este ha permanecido relativamente estable en los últimos cinco años. En la evolución de la cuenta corriente en términos del PIB entre 2002 y 2011 se destacan tres periodos: 2002-2004, cuando el déficit estuvo alrededor del 1% del PIB; de 2005 a 2007, años en los que se amplió hasta situarse en 2,9% del PIB y, finalmente, de 2008 a 2011, con un promedio anual de 2,7% del PIB (Gráfico R4.2). Este último comportamiento ha sido resultado de una tendencia al alza en los egresos por renta factorial y menores ingresos netos por transferencias corrientes.

Durante el primer periodo (2002-2004) los ingresos netos por transferencias corrientes mostraron un continuo incremento, el cual compensó de manera parcial los mayores egresos por renta de los factores y el déficit comercial de bienes y servicios.

En el segundo periodo (2005-2007) el déficit corriente del país se elevó de 0,8% del PIB en 2004 a 2,9% del PIB en 2007. Este resultado obedeció en particular al incremento del gasto importador¹, que no logró ser compensado

¹ Cabe señalar que el aumento de las importaciones de bienes y servicios estuvo vinculado con las altas tasas de crecimiento de la economía observadas en 2006 y 2007 (6,7% y 6,9%, respectivamente).

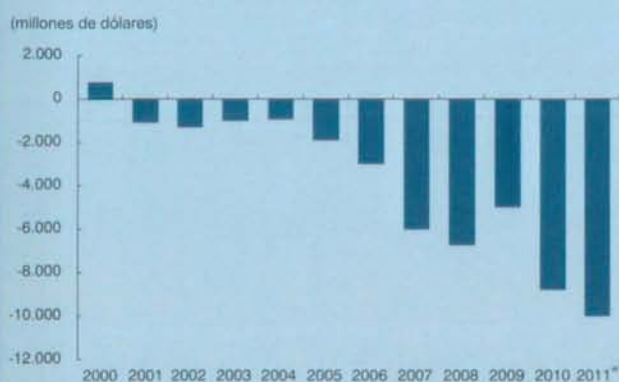
Cuadro R4.1
Ingresos y egresos corrientes
(promedio 2007 a 2011)^{a/}

	(millones de dólares)	(porcentaje del PIB)	Distribución (porcentaje)
Ingresos corrientes	51.981	19,9	100,0
Exportaciones de bienes	40.348	15,4	77,6
Exportaciones de servicios	4.266	1,6	8,2
Renta de los factores	1.805	0,7	3,5
Transferencias	5.562	2,1	10,7
Egresos corrientes	59.257	22,6	100,0
Importaciones de bienes	38.211	14,6	64,5
Importaciones de servicios	7.623	2,9	12,9
Renta de los factores	12.814	4,9	21,6
Transferencias	609	0,2	1,0

a/ Cifras provisionales.

Fuente: Banco de la República (balanza de pagos).

Gráfico R4.1
Cuenta corriente



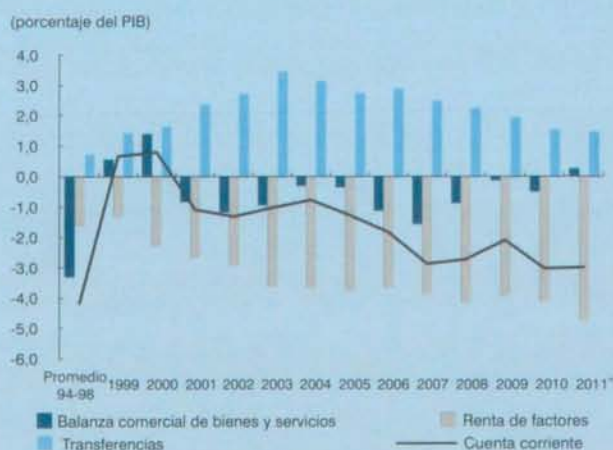
a/ Cifras provisionales.

Fuente: Banco de la República (balanza de pagos).

por las mayores ventas externas de productos industriales y agropecuarios con destino principalmente al mercado venezolano². Además, se registraron mayores giros de utilidades de las filiales extranjeras a sus casas matrices, y el ritmo

² Las exportaciones a Venezuela aumentaron anualmente en promedio 50% entre 2005 y 2007.

Gráfico R4.2
Cuenta corriente y sus componentes



a/ Cifras provisionales.

Fuente: Banco de la República (balanza de pagos).

de crecimiento de los ingresos por transferencias fue inferior a la expansión del PIB.

De 2008 en adelante el saldo negativo de la cuenta corriente se ha mantenido anualmente alrededor de 2,7% del PIB, alcanzando un 3% del PIB en 2010 y 2011. La principal fuente de este déficit se halla en el balance negativo de los

egresos por renta factorial, el cual se mantuvo cercano al 4,2% del PIB. Por su parte, continuó la baja dinámica en los ingresos netos por transferencias corrientes observada desde años anteriores, ubicándose para 2010 y 2011 en 1,5% del PIB. En este período se reduce el déficit comercial debido al fuerte incremento del valor exportado, originado en las mayores ventas de productos minero-energéticos, las cuales compensaron el crecimiento generalizado de las importaciones.

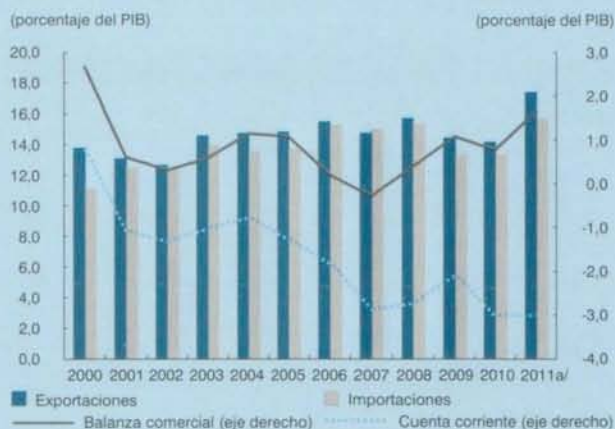
El análisis de la balanza comercial de bienes y servicios indica que el balance en el caso del comercio exterior de bienes ha acentuado o suavizado el déficit corriente en los diferentes períodos (Gráfico R4.3), y que la balanza de servicios ha registrado un déficit que se ha mantenido alrededor de 1,3% del PIB. En estas circunstancias, y para los años recientes, el superávit comercial de bienes ha compensado la baja dinámica de los ingresos por transferencias y el incremento de la renta factorial. Cabe mencionar que la evolución positiva del comercio exterior de bienes es reflejo de un crecimiento exportador concentrado en pocos productos, en contraste con el aumento generalizado de las importaciones.

Desde 2003, con excepción del año 2009 por efecto de la crisis internacional, el valor

exportado en dólares de bienes ha aumentado anualmente 24% en promedio. Hecho que se explicó por el alza de los precios internacionales de las materias primas, dado el efecto del crecimiento de los países emergentes, entre ellos China e India, sobre la demanda mundial de estos bienes.

La evolución reciente es explicada por el incremento de las ventas externas de bienes de origen minero-energético (petróleo crudo y sus derivados, carbón, ferroniquel y oro), cuya participación en las exportaciones totales pasó de 43% en el período 2000-2007, a 55% en 2009, y a 71% en 2011 (Gráfico R4.4). Estas ventas externas han sido impulsadas en especial por mayores precios de exportación, aunque a partir del segundo semestre de 2008 los volúmenes despachados presentan una tendencia al alza debido al aumento de la producción nacional y su demanda mundial. Además, en 2009 y 2010 las ventas externas del resto de productos (principalmente de origen industrial) registraron caídas en sus montos, situación que se revierte con el crecimiento de 15%, observado en 2011. Lo anterior ha implicado que estos productos hayan perdido participación en la canasta exportadora del país, al pasar de representar en

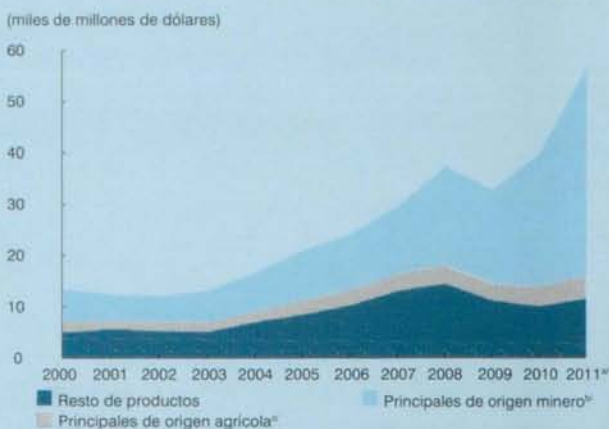
Gráfico R4.3
Balanza comercial de bienes y servicios y cuenta corriente



a/ Cifras provisionales.

Fuente: Banco de la República (balanza de pagos).

Gráfico R4.4
Composición de las exportaciones de bienes



a/ Cifras provisionales.

b/ Incluye petróleo crudo y sus derivados, carbón, oro y ferroniquel.

c/ Incluye café, flores y banano.

Fuente: Banco de la República (balanza de pagos).

promedio 43% en los años 2000-2007 a 23% en los dos años recientes.

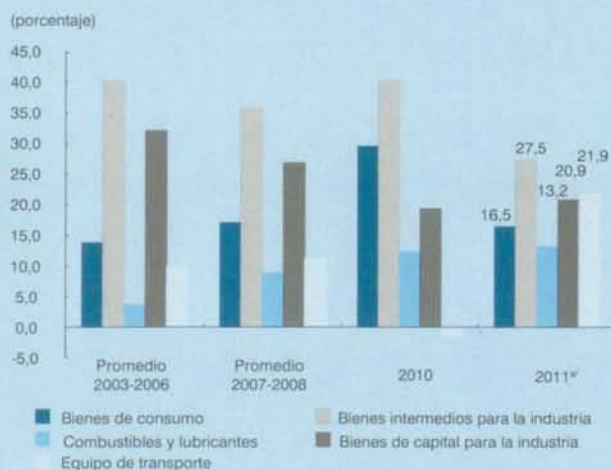
En el caso de las importaciones, estas han registrado un crecimiento gradual, alcanzando en 2011 el nivel más alto de la última década, y su comportamiento ha estado relacionado con el crecimiento de la actividad real. Los sectores que más han contribuido de manera positiva a la dinámica del PIB en 2010 y 2011 son, al mismo tiempo, los que han impulsado el mayor gasto por importaciones (industria manufacturera, transporte, comercio, minas y canteras). Las empresas manufactureras y comercializadoras concentraron en 2010 y 2011 alrededor del 65% del valor total importado en dólares, seguidas por los sectores de minas y canteras, y el de transporte y comunicaciones. En contraste a lo encontrado en exportaciones, el crecimiento importador se ha originado en especial por mayores volúmenes comprados al exterior. El crecimiento de las cantidades aportó el 71% del incremento nominal de las importaciones totales en 2011, cuando un año atrás esta contribución había sido del 87%.

Por tipo de producto, entre 2003-2010 las principales fuentes de dicha dinámica fueron las compras de bienes intermedios y de capital para la industria, aportando en promedio el 67% del crecimiento importador (Gráfico R4.5). Sin embargo, se destaca el aumento en las importaciones de bienes de consumo, que pasaron de contribuir el 14% del crecimiento total en 2003-2006 al 30% en 2010. En 2011 sobresale la mayor importancia de la adquisición de aeronaves por parte del sector del transporte, y de combustibles y lubricantes por el sector minero-energético.

3. Evolución sectorial de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia

En el Cuadro R4.2 se muestra el balance de las operaciones corrientes externas por sector económico. Para todo el período analizado solo el sector minero-energético³ registra un superávit corriente, que compensa de manera parcial el

Gráfico R4.5
Contribución porcentual por tipo de producto al crecimiento de las importaciones totales



a/ Cifras provisionales.

Fuente: Banco de la República (balanza de pagos).

déficit de las demás actividades. Además, hasta 2007 se evidencia que los ingresos por transferencias corrientes tuvieron un importante efecto en la reducción del déficit de la cuenta corriente de la economía.

La composición sectorial del déficit corriente de la economía observada entre 2010-2011 (3% del PIB promedio anual) indica que los sectores diferentes del minero-energético registraron un balance negativo cercano al 10,4% del PIB, jalonado en su orden, por los déficits en el los sectores de comercio (4% del PIB), manufacturas (2,7% del PIB), y transporte y comunicaciones (1,5% del PIB). Este déficit fue parcialmente compensado por el superávit corriente del sector minero-energético (5,8% del PIB), y por los ingresos netos por transferencias y otras operaciones (1,6% del PIB).

Para los períodos 2002-2004 y 2010-2011 en el Cuadro R4.3 se desagrega la evolución de los componentes netos de la cuenta corriente en términos del PIB para las principales actividades. La ampliación de 2 pp del PIB del déficit corriente de la balanza de pagos del país entre estos períodos se originó, principalmente, en

³ Incluye petróleo crudo y sus derivados, carbón, oro y ferromineral.

Cuadro R4.2
Déficit corriente según actividad sectorial
(promedio anual)

	2002-2004	2006-2007	2008-2009	2010-2011 ^{a/}
	(porcentaje)			
A. Minero-energético	3,5	3,4	3,8	5,8
B. Subtotal sin minero-energético	(7,6)	(8,6)	(8,4)	(10,4)
Industria manufacturera	(2,1)	(2,4)	(2,4)	(2,7)
Comercio	(3,0)	(3,6)	(3,4)	(4,0)
Transporte y comunicaciones	(1,3)	(1,5)	(1,6)	(1,5)
Sector público	(1,6)	(0,9)	(0,9)	(0,9)
Resto de sectores y empresas no clasificadas ^{b/}	0,3	(0,2)	(0,1)	(1,4)
Subtotal (A + B)	(4,1)	(5,2)	(4,6)	(4,6)
Ingresos netos por transferencias y otras operaciones corrientes	3,0	2,8	2,2	1,6
Cuenta corriente total de la economía	(1,0)	(2,4)	(2,4)	(3,0)

a/ Cifras provisionales para 2011.

b/ Las empresas no clasificadas son aquellas que no pudieron ser incluidas en algún sector al no disponer de fuentes de información que permitieran caracterizarlas.

Fuente: Banco de la República (balanza de pagos).

los mayores déficits generados por las actividades de comercio y manufacturas (1,7 pp del PIB en conjunto) y en la disminución de los ingresos netos por transferencias (1,5 pp del PIB).

El incremento del déficit corriente en los sectores de comercio e industria⁴ se origina en especial por un mayor déficit comercial (cerca de 1,7 pp del PIB), como respuesta al comportamiento del consumo y la inversión internos. Estas actividades generan en conjunto el 60% y 22% del valor total importado y exportado por el país, respectivamente. Además, las empresas con capital extranjero que operan en estas actividades periódicamente giran utilidades a sus casas matrices, aumentando su desbalance negativo por sus operaciones corrientes externas.

En el caso del resto de sectores, excluyendo el minero-energético, su déficit corriente se amplió en 1,1 pp del PIB en el período de análisis. Este incremento ocurrió por la caída en las

exportaciones agropecuarias⁵, que como proporción del PIB disminuyeron de 1,9% a 1,2% en el periodo mencionado, así como por los mayores giros de utilidades a las casas matrices por parte de filiales extranjeras que desarrollan actividades en los sectores financiero, electricidad, gas y agua, y construcción, que en conjunto se incrementaron 0,5 pp del PIB.

El balance deficitario de las operaciones corrientes del sector transporte y comunicaciones se mantuvo alrededor de 1,5% del PIB, como reflejo de la mayor adquisición de aeronaves y equipo de comunicación (como celulares), y mayores importaciones de servicios. Por su parte, el déficit corriente del sector público, que ha permanecido desde 2006 alrededor de 0,9% del PIB, disminuyó de 1,6% a 0,9% del PIB de 2010 a 2011. Esta reducción fue resultado de

⁴ Este tipo de empresas se caracterizan por estar volcadas al mercado interno, por lo que sus exportaciones no son la principal fuente de sus ingresos.

⁵ Como resultado del moderado aumento de las ventas externas de flores, banano y café en los dos años recientes, comparadas con el crecimiento de la actividad económica. Adicionalmente, las pasadas exportaciones de ganado a Venezuela provocaron que dicho monto disminuyera en 2010-2011, debido a la alta base de comparación.

Cuadro R4.3
Componentes del déficit corriente según actividad sectorial
(promedio anual)

	Promedio 2002-2004			Promedio 2010-2011 ^{a/}			Variación de cuenta corriente (2010-2011 / 2002-2004)
	Balanza comercial	Renta factorial	Cuenta corriente	Balanza comercial	Renta factorial	Cuenta corriente	
	(porcentaje)			(porcentaje)			
A. Minero-energético	4,6	(1,1)	3,5	8,2	(2,2)	5,8	2,4
B. Subtotal sin minero-energético	(5,2)	(2,3)	(7,6)	(8,3)	(2,2)	(10,4)	(2,8)
Industria manufacturera	(1,7)	(0,4)	(2,1)	(2,4)	(0,3)	(2,7)	(0,6)
Comercio	(2,8)	(0,1)	(3,0)	(3,8)	(0,2)	(4,0)	(1,0)
Transporte y comunicaciones	(1,2)	(0,2)	(1,3)	(1,2)	(0,3)	(1,5)	(0,2)
Sector público	(0,2)	(1,4)	(1,6)	(0,2)	(0,7)	(0,9)	0,7
Resto de sectores	0,7	(0,3)	0,3	(0,1)	(0,7)	(0,7)	(1,1)
Empresas no clasificadas ^{b/}	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,7)	0,0	(0,7)	(0,6)
Subtotal (A + B)	(0,7)	(3,4)	(4,1)	(0,2)	(4,4)	(4,6)	(0,4)
Ingresos netos por transferencias y otras operaciones			3,0			1,6	(1,5)
Cuenta corriente total de la economía			(1,0)			(3,0)	(2,0)

a/ Cifras provisionales para 2011.

b/ El déficit de 0,7% en los años recientes de las empresas no clasificadas evidencia la mayor participación de empresas y particulares que registraron importaciones frente a años anteriores.

Fuente: Balanza de Pagos, Banco de la República.

los menores pagos de intereses de la deuda externa.

Por el contrario, el sector minero-energético registra un incremento en su superávit corriente de 2,4 pp del PIB, explicado por la mayor balanza comercial positiva (aumentó 3,6 pp del PIB), que compensó el incremento en 1,1 pp de la renta factorial. Cabe señalar que las ventas externas del sector minero-energético en los dos últimos años aportaron alrededor del 68% de las exportaciones totales del país, y su participación en el valor global importado es de 15%. En el caso de la renta factorial⁶, de igual forma el sector minero-energético responde por cerca de la mitad de dicho monto. Lo anterior podría sugerir que, ante un choque de precios que re-

duzca el valor de las exportaciones de origen minero, proporcionalmente se reducirían los egresos por utilidades.

4. Consideraciones finales

En conclusión, al analizar el déficit corriente de la balanza de pagos del país en sus componentes (bienes, servicios, renta y transferencias), se encontró que la ampliación del déficit se explica por un saldo negativo de la renta de los factores y un menor efecto compensador de las transferencias corrientes. Además, los resultados sectoriales indican que en el sector minero-energético, a pesar de que contribuye mayoritariamente tanto en el crecimiento como en el nivel del saldo negativo de renta de los factores, sus ingresos por exportaciones son superiores a sus egresos corrientes por utilidades e importaciones, obteniendo de manera permanente un superávit

⁶ En términos netos (ingresos menos egresos), relacionado con intereses, utilidades y dividendos.

corriente. Por el contrario, el resto de sectores han registrado un incremento en su déficit por operaciones corrientes externas, originado en las mayores importaciones netas realizadas, en especial por empresas de los sectores del comercio y manufacturas, y por el aumento de los giros por renta factorial efectuados por empresas extranjeras de los sectores de electricidad, gas y agua, establecimientos financieros, y construcción.

Adicionalmente, se observa que el dinamismo de la actividad interna ha incidido en un creciente gasto importador y un incremento en el giro de utilidades, al tiempo que se observan mayores entradas de capitales extranjeros. Estos flujos de capital han sido en su mayoría de largo plazo, relacionados en especial con aportes de capital por inversiones directas. Cabe señalar que en años recientes la deuda de corto plazo se ha incrementado, como consecuencia del mayor gasto por importaciones. De esta forma, se logra financiar el

crecimiento de la inversión total, cuya magnitud, en términos de PIB, ha sido superior a la registrada por el ahorro interno total de la economía.

Si se mantiene el buen ritmo de crecimiento económico, se esperaría un incremento tanto de las utilidades e importaciones de los sectores que atienden el aumento de la demanda interna (excluyendo el minero-energético). Además, la evolución de las transferencias corrientes que han sido un efecto compensador del déficit corriente, aunque en menor magnitud, dependerá de la recuperación económica de los países donde residen los colombianos en el exterior, en especial Europa y los Estados Unidos. Finalmente, cabe señalar que, a pesar del creciente y generalizado gasto importador, este ha sido compensado por la importante expansión de los bienes de origen minero, lo que evidencia la dependencia de la balanza comercial al comportamiento de los precios internacionales de los productos básicos.

III. Reservas internacionales

A diciembre de 2011 las reservas internacionales netas totalizaron US\$32.300,4 m, cuantía superior en US\$3.848,6 m al saldo registrado en diciembre de 2010⁶⁴. El principal componente de las reservas internacionales del país es el portafolio de inversión, el cual corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional, con el 92,35% del total de las reservas brutas (US\$29.831,8 m). El saldo restante está distribuido en: i) la posición en el FMI y derechos especiales de giro (DEG) (US\$1.510,6 m); ii) aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR, por US\$411,3 m); iii) las inversiones en oro (US\$524,1 m); iv) los aportes al convenio internacional con la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi, por US\$16,9 m) y v) otros (US\$8,2 m)⁶⁵. En el Gráfico 82 se presenta la composición de las reservas internacionales.

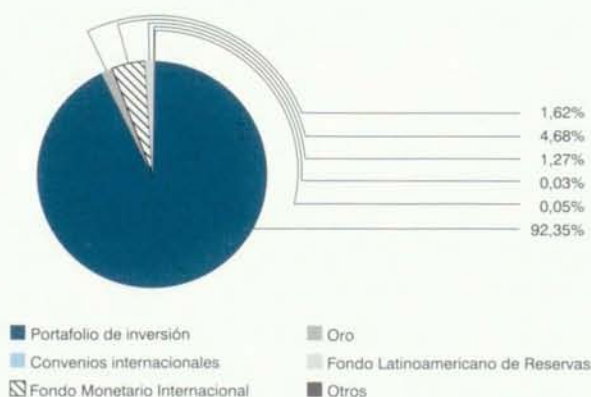
En este capítulo se explican las principales políticas de administración de las reservas internacionales de Colombia y su composición actual.

A. Políticas de administración del portafolio de inversión

El portafolio de inversión de las reservas, 92,35% del total, se divide en dos componentes: el capital de trabajo y el tramo de inversión.

- El *capital de trabajo* tiene como propósito cubrir las necesidades de liquidez inmediata de las reservas. Es el portafolio al cual

Gráfico 82
Composición de las reservas internacionales



Fuente: Banco de la República.

ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario, y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. El nivel del capital de trabajo puede ubicarse entre US\$390 m y US\$2.000 m, por disposición del Comité de Reservas Internacionales⁶⁶. A diciembre de 2011 el valor del capital de trabajo era US\$799,8 m.

- El *tramo de inversión* se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo. En dicho tramo se invierte en un mayor número de instrumentos con vencimientos superiores a aquellos que se encuentran en el capital de trabajo. A diciembre de 2011 el valor del tramo de inversión ascendía a US\$29.032 m.

⁶⁴ Las reservas internacionales 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. Los valores se expresan redondeados al primer decimal. Las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$32.302,9 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron US\$2,5 m.

⁶⁵ El rubro "otros" incluye efectivo en caja y depósitos a la orden.

⁶⁶ El Comité es el encargado de fijar los objetivos, principios y políticas generales de la administración de las reservas. Se reúne ordinariamente por lo menos una vez cada dos meses, es presidido por el Gerente General del Banco, y cuenta con la participación de todos los miembros de dedicación exclusiva de la JDBR y del Ministro de Hacienda y Crédito Público (o su representante).

Los títulos valores del portafolio se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios. Los principales custodios de los títulos de las reservas internacionales de Colombia son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear y JP Morgan Chase.

1. *Índice de referencia y administración del portafolio*

Al igual que la gran mayoría de los bancos centrales del mundo, el Banco de la República define un portafolio teórico o índice de referencia para el tramo de inversión de las reservas⁶⁷. Este índice sirve como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios.

El primer paso para construir el índice de referencia es determinar la composición cambiaria. Al 31 de diciembre de 2011 la composición cambiaria objetivo del tramo de inversión era 85% dólares estadounidenses, 12% euros y 3% yenes⁶⁸.

El índice de referencia es el portafolio teórico que cumple con la composición cambiaria objetivo y que maximiza el retorno esperado del tramo de inversión de las reservas. Dentro de la estimación de este portafolio se incluye la restricción de no tener retornos negativos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario.

⁶⁷ En los mercados de capitales un índice de referencia es una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros y sirve como indicador del desempeño de otros portafolios de inversión en ese mismo mercado. Por ejemplo, algunos de los índices de referencia más conocidos en los mercados accionarios son el índice general de la Bolsa de Valores (IGBC) en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos (el Banco utiliza índices de mercados de renta fija únicamente).

⁶⁸ A partir del 29 de febrero de 2012 la nueva composición cambiaria objetivo del tramo de inversión es 86% dólares estadounidenses, 4% euros, 4% libras, 3% dólares australianos y 3% dólares canadienses. En el Recuadro 5 "Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales" se explican los cambios que se realizaron a la metodología de composición cambiaria.

El resultado es un portafolio muy conservador, el cual se presenta en el Cuadro 23.

Como se mencionó, teniendo en cuenta los diferentes objetivos de las reservas, el portafolio de inversión se divide en el capital de trabajo y en el tramo de inversión. A su vez, el tramo de inversión se divide en dos componentes: los tramos indexado y no indexado.

■ El *tramo indexado* busca replicar la composición del índice de referencia. Las inversiones de este tramo se hacen en títulos emitidos por los gobiernos de los Estados Unidos, Alemania, Canadá, el Reino Unido y Australia. El tramo indexado es el portafolio más líquido después del capital de trabajo y uno de sus propósitos es atender necesidades altas de liquidez. La administración del tramo indexado se hace con estrictos lineamientos que buscan que su composición sea muy similar al del índice de referencia, tanto en la participación de los activos como en la composición cambiaria. A diciembre de 2011 el valor de este tramo ascendía a US\$17.825,1 m (59,75% del portafolio de inversión).

■ El *tramo no indexado*, o activo, se administra buscando obtener una rentabilidad más alta que la del índice de referencia. Para lograr este objetivo la composición de los portafolios de este tramo es diferente a la del índice. Dentro de un marco de riesgo controlado, los administradores de este tramo aplican su experiencia y recursos para determinar estrategias que aumenten la rentabilidad de las reservas en el largo plazo. Los lineamientos de inversión de este tramo permiten que los portafolios tengan desviaciones definidas frente al índice en su composición cambiaria, en la participación de los instrumentos y en los emisores y tipos de activos⁶⁹. A diciembre de 2011 el tramo no indexado

⁶⁹ En el tramo no indexado se permiten inversiones en entidades con bajo riesgo crediticio, tales como gobiernos, cuasi-gobiernos e hipotecas de agencias.

Cuadro 23
Composición del índice de referencia del tramo de inversión a 31 de diciembre de 2011

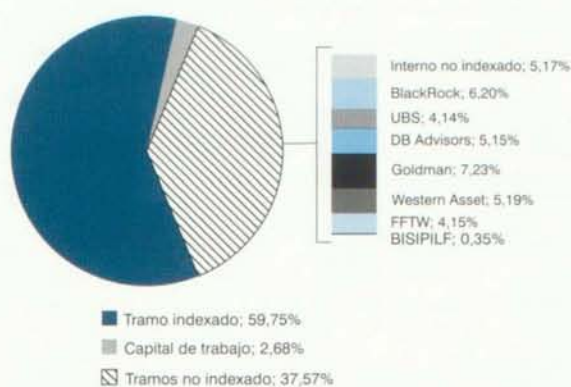
Moneda	Clase de activo	Índice asociado	Participación (porcentaje)
Dólares estadounidenses	Inversiones en bonos de gobierno de los Estados Unidos	Merrill Lynch 0 to 1 year Government Bond Index	81,3
		Merrill Lynch 1 to 5 year Government Bond Index	1,4
		Merrill Lynch 5 to 10 year Government Bond Index	1,3
		Merrill Lynch TIPS (bonos indexados a la inflación) 1 to 10 year Government Bond Index	1,0
	Total dólares		85,0
Euros	Inversiones en títulos de corto plazo del gobierno	Merrill Lynch German T-Bill index	11,0
	Inversiones en bonos del gobierno alemán	Merrill Lynch 0 to 5 year Government Bond Index	1,0
	Total euros		12,0
Yenes	Inversiones en títulos de corto plazo del gobierno	Merrill Lynch Japan T-Bill index	2,0
	Inversiones en bonos del gobierno japonés	Merrill Lynch 10+ year Government Bond Index	1,0
	Total yenes		3,0

Fuente: Banco de la República.

tenía un valor de US\$11.206,9 m (37,57% del portafolio de inversión).

En el Gráfico 83 se presenta la composición del portafolio de inversión en diciembre de 2011. La Subdirección de Mercados del Departamento de Reservas Internacionales gestiona el capital de trabajo, el tramo indexado y uno de los portafolios del tramo no indexado, lo cual ascendía a US\$20.165,9 m (67,6% del portafolio de inversión). Desde mayo de 2011 el Banco realiza inversiones de las reservas en el fondo indexado a la inflación administrado por el Banco de Pagos Internacionales (BIS Investment Pool Series ILF1, BISIPILF), las cuales ascienden a US\$104 m⁷⁰. Para la administración de los demás recursos

Gráfico 83
Composición del portafolio de inversión
(a 31 de diciembre de 2011)



Fuente: Banco de la República.

⁷⁰ Este fondo de inversión del BIS, al cual solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, busca tener un rendimiento igual o superior a los títulos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos, que están indexados a la inflación. Las políticas de inversión de este fondo aplican

por igual a todos los inversionistas. Esta inversión hace parte del tramo no indexado.

en 1994 el Comité de Reservas adoptó el programa de administración externa, el cual se explica a continuación.

2. Programa de administración externa

Muchos bancos centrales emplean administradores externos de portafolios para manejar sus reservas. En parte lo hacen por limitación de recursos, pero también por otros factores: el acceso a la experiencia y las herramientas empleadas por el administrador, el acceso a entrenamiento del personal vinculado a la gestión interna de las reservas y como base de comparación.

Los administradores del tramo no indexado están autorizados para invertir en activos diferentes y en proporciones distintas al índice de referencia, de acuerdo con las políticas y los límites que establece el Comité de Reservas.

El uso de administradores externos busca generar valor agregado al portafolio de inversiones de las reservas mediante una mayor capacidad de análisis y una infraestructura más sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión. Las firmas escogidas tienen ambas características, además de acceso a bastantes fuentes de información. Los recursos que manejan los administradores externos se encuentran en cuentas que administra el Banco de la República y los contratos se pueden cancelar cuando se considere necesario.

El programa de administración externa ha traído los siguientes beneficios para el Banco de la República:

- Desde su inicio, el retorno neto (después de comisiones) del programa ha superado su índice de referencia en 6 pb al año en promedio.
- La capacidad de análisis de los administradores externos les ha permitido escoger inversiones con buen perfil riesgo/retorno dentro de lo permitido en los lineamientos de inversión.
- Los administradores externos han capacitado a funcionarios del Banco, lo cual ha

contribuido al desarrollo de personal calificado. Adicionalmente, la asesoría recibida de los administradores ha contribuido para mejorar los procesos de inversiones y análisis de riesgos del Departamento de Reservas.

- El Departamento de Reservas recibe información y análisis por parte de especialistas en los mercados financieros en los que se invierten las reservas; además las firmas que participan en el programa tienen un grupo sólido de analistas de crédito, lo cual permite complementar y mejorar el análisis de emisores por parte de las agencias calificadoras.

Los administradores externos pueden desviarse del índice de referencia con estrategias de tasa de interés, de tasa de cambio e invirtiendo en deuda emitida por entidades con bajo riesgo crediticio, tales como gobiernos, cuasi-gobiernos⁷¹ y títulos respaldados por hipotecas de agencias estadounidenses. El Banco realiza un seguimiento diario de los portafolios para garantizar que las entidades cumplan con los límites establecidos.

En la actualidad las firmas que participan en el programa de administración externa son Blackrock Institutional Trust, DB Advisors (propiedad de Deutsche Bank), Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP Paribas), Goldman Sachs Asset Management, UBS Global Asset Management y Western Asset Management (Cuadro 24).

El Banco define parámetros para la evaluación de la gestión de las firmas administradoras, los cuales son revisados periódicamente⁷² y, dependiendo del éxito de la gestión, se pueden tomar decisiones tales como

⁷¹ Los títulos en cuestión corresponden a emisiones realizadas por entidades garantizadas o patrocinadas por los gobiernos (p.ej. agencias Fannie Mae y Freddie Mac), supranacionales (p.ej. Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo) y autoridades locales (p.ej. ciudades y Estados), entre otros.

⁷² Mensualmente se presentan reportes al Comité de Reservas con información del desempeño de los portafolios. Así mismo, se revisa anualmente toda la gestión de forma consolidada.

Cuadro 24
Administradores externos de las reservas
(a 31 de diciembre de 2011)

Firma	Monto administrado (millones de dólares)
BlackRock Institutional Trust	1.849,4
DB Advisors (propiedad de Deutsche Bank)	1.535,2
Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP Paribas)	1.236,9
Goldman Sachs Asset Management	2.157,6
UBS Global Asset Management	1.235,3
Western Asset Management	1.547,5
Total	9.561,9

Fuente: Banco de la República.

modificar el monto administrado o cancelar el contrato.

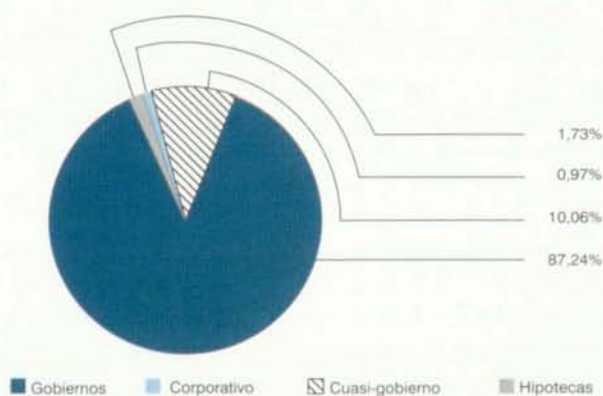
B. Composición del portafolio de inversión

Como respuesta a la incertidumbre generada por el empeoramiento de la crisis de deuda soberana europea durante 2011, el Banco de la República decidió tomar las siguientes medidas con respecto al portafolio de inversión de las reservas:

- Reducir las inversiones en deuda bancaria y corporativa al mínimo nivel posible. Actualmente, solo se permiten inversiones en bancos calificados AA- o superior con un plazo máximo de siete días. Los plazos para operaciones de divisas se han reducido y solamente se negocia con las entidades mejor calificadas.
- Aumentar la calificación mínima para gobiernos y cuasi-gobiernos de A- a AA-.

A diciembre de 2011 cerca del 98% del portafolio de inversión estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos o cuasi-gobiernos y acuerdos de recompra con la Reserva Federal. Los títulos de deuda bancaria y corporativa de países industrializados representaban 0,97% del portafolio de inversión (Gráfico 84). Es importante resaltar que este último tipo de inversiones representaba el 4,4% del portafolio de inversión a finales de 2010.

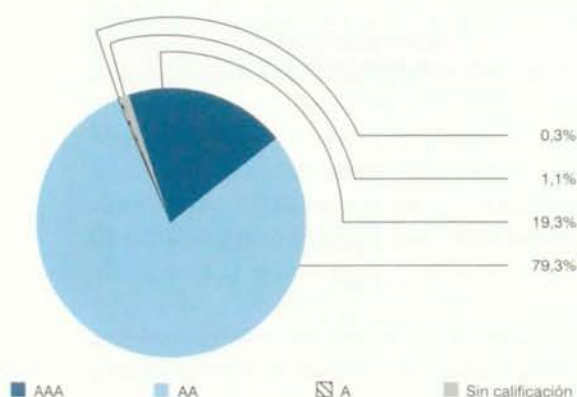
Gráfico 84
Composición del portafolio de inversión por sectores
(a 31 de diciembre de 2011)



Fuente: Banco de la República.

El Gráfico 85 permite observar la calidad crediticia del portafolio de inversión. Durante 2011 el Banco de la República mantuvo su política de invertir únicamente en emisiones que cuentan con las más altas calificaciones otorgadas por las principales agencias evaluadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). El Banco utiliza como referencia el menor escalafón otorgado por al menos dos de estas agencias. Se observa que el 19,3% de las inversiones están definidas como AAA, el nivel más alto, el 79,3% son AA y tan solo 1,1%

Gráfico 85
Distribución de las inversiones por calificación crediticia



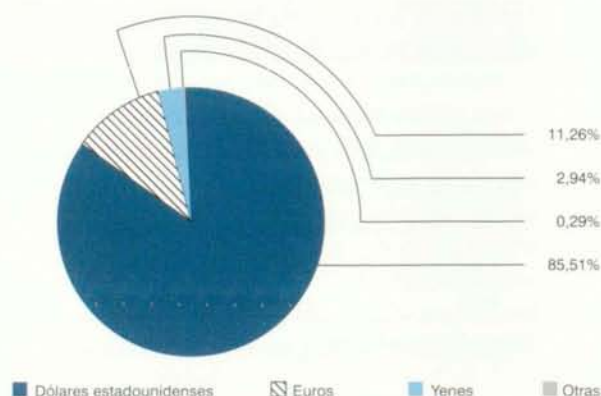
Fuente: Banco de la República.

del portafolio se encuentra calificado A⁷³. La alta participación de los títulos AA, se explica por la concentración del portafolio en deuda emitida por el gobierno de los Estados Unidos, cuya nota crediticia fue reducida de AAA a AA+ por S&P el 5 de agosto de 2011. Las inversiones que no tienen calificación crediticia (1%) corresponden a la Reserva Federal de Nueva York, la cual se encuentra entre las alternativas de inversión más seguras para las reservas. Estas cifras evidencian la alta calidad de los activos en que invierte el portafolio de inversión.

Finalmente, el Gráfico 86 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2011. La composición cambiaria del portafolio difiere levemente del objetivo, ya que se incluye el capital de trabajo, el cual únicamente invierte en dólares. Adicionalmente, se permite, dentro de límites estrictos, que los portafolios registren ligeras desviaciones y que se realicen inversiones en otras monedas de países desa-

⁷³ Las medidas tomadas en 2011 para reducir el riesgo crediticio de las reservas internacionales se implementaron de forma gradual. Tanto la reducción de la exposición a bancarios y corporativos, así como el aumento de la calificación crediticia para gobiernos y cuasi-gobiernos se terminaron de implementar las primeras semanas de 2012.

Gráfico 86
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(a 31 de diciembre de 2011)



Fuente: Banco de la República.

rrollados como el yen, las coronas sueca y noruega, el franco suizo y el dólar neozelandés.

Como medida preventiva frente a un eventual aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas, el tramo de inversión tenía una baja duración modificada al cierre de 2011 (0,8)⁷⁴.

C. Desempeño de las inversiones

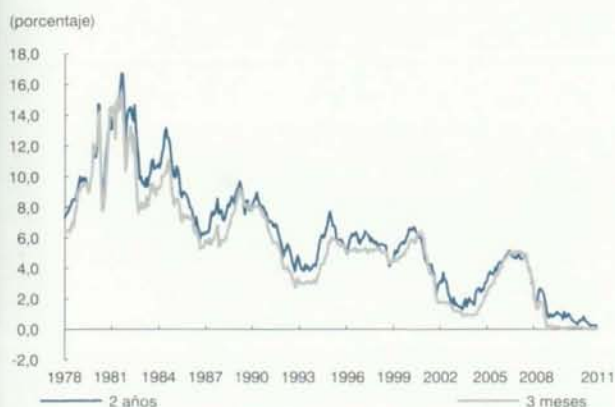
En 2011 el rendimiento de las reservas internacionales fue de US\$136 m (0,45%). Durante 2011 se registraron ganancias por valorización de inversiones y causación de intereses por US\$225 m y una pérdida por diferencial cambiario (desvalorización de otras monedas frente al dólar) de US\$89 m. Esta rentabilidad de las reservas obedece a varios factores, como:

- Las tasas de interés se mantuvieron muy bajas en las principales economías desarrolladas. En el Gráfico 87 se presenta la serie histórica con las tasas de los títulos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos a tres meses y dos años de plazo.

⁷⁴ La duración modificada se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) de 1% en todas las tasas de interés.

Gráfico 87

Tasas de interés de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Puede verse que las tasas observadas desde finales de 2008 son las más bajas de las últimas tres décadas.

- La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador, como se observa en los gráficos 84 y 85, implica recibir una rentabilidad inferior.
- El euro se depreció 3% frente al dólar en 2011.

No obstante, la rentabilidad de las reservas se vio favorecida por la apreciación del yen frente al dólar en el año (5,1%), así como por el aumento del precio del oro (8,9%).

D. Estado de las reclamaciones de los eventos crediticios de 2008

Como se ha informado en los pasados *Informes al Congreso de la República*, a finales de 2008 se presentaron dos eventos crediticios relacionados con las reservas internacionales: i) un título de Lehman Brothers por US\$2,7 m, adquirido por BlackRock Financial Management Inc. en desarrollo del contrato de administración externa, y ii) un título de Sigma Finance Inc., garantizado de manera incondicional e irrevocable por Sigma Finance Corporation (en adelante Sigma), por US\$20 m adquirido en el programa de préstamo de títulos administrado por The Bank of New York Mellon

(BNYM). A continuación se presenta una actualización sobre el estado de las reclamaciones adelantadas por el Banco.

1. *Proceso de reestructuración de Lehman Brothers Holdings Inc.*

Como se ha informado, el Banco de la República, representado por la firma de abogados Morrison & Foerster LLP, presentó una reclamación ante el Tribunal de Quiebras de Nueva York el 25 de agosto de 2009, complementada el 9 de septiembre del mismo año, con el fin de ser reconocido como acreedor en el Proceso de Reestructuración de Lehman Brothers Holdings Inc., según el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos.

Durante el proceso el Tribunal de Quiebras otorgó a Lehman Brothers múltiples prórrogas para presentar su Plan de Reestructuración y finalmente el Plan presentado el 31 de agosto de 2011 fue aprobado por la mayoría de los acreedores reconocidos con derecho a voto y confirmado por el juez en una audiencia que se llevó a cabo el 6 de diciembre de 2011. Según este Plan, al Banco se le reconocerá un porcentaje de distribución estimado en 21,1% del valor de su acreencia. La reclamación del Banco representa el 0,0009% de las reclamaciones totales a Lehman Brothers Holding Inc.

Se estima que la etapa inicial de distribución podrá empezar alrededor del 17 de abril de 2012 y se puede extender durante varios años.

2. *Demanda del Banco de la República en contra de BNYM*

En relación con el avance del proceso judicial que el Banco de la República adelanta, representado por la firma de abogados Crowell & Moring LLP, en contra de Bank of New York Mellon Corporation, Bank of New York Mellon N. A. y Bank of New York Mellon Asset Services, B. V., en adelante BNYM, se manifiesta lo siguiente:

Como fue previamente informado al Congreso, el 21 de abril de 2009 el Banco de la

República presentó la demanda ante la Corte Suprema del Estado de Nueva York. Después de la presentación de la demanda, su contestación y otras actuaciones, a petición del BNYM, el caso se trasladó a la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York a finales de enero de 2010 y, a petición del juez, el 16 de abril de 2010 se presentó nuevamente la demanda para ajustarla a la nueva jurisdicción.

Luego de la contestación de la demanda y otras actuaciones procesales normales dentro del proceso, en audiencia del 1 de diciembre de 2010, el juez federal escuchó los argumentos de los abogados de las partes y determinó las pretensiones y excepciones que deberán ser probadas durante el juicio. En particular, determinó que la demanda procede por el posible incumplimiento del contrato de préstamo de títulos valores al invertir en Sigma y por varios posibles cargos por responsabilidad civil extracontractual.

En la audiencia del 28 de enero de 2011 las partes presentaron un plan conjunto para el manejo del proceso y este fue aprobado por la Corte Federal. Entre los aspectos relevantes que se determinaron se acordó que no es un juicio por jurado sino que este debe resolverse en derecho por parte del juez, y se definió un cronograma para llevar a cabo la etapa probatoria o *Discovery*.

El 30 de agosto de 2011 el Banco de la República presentó una petición de sentencia sumaria, cuyo objetivo es solicitarle al juez que se pronuncie sobre pretensiones específicas y hechos de la demanda que pueden resolverse directamente por él, al ser puntos de derecho, sin necesidad de agotar la etapa probatoria ni ir a juicio, únicamente con base en los argumentos de los abogados de cada parte. En particular, se solicitó que el juez se pronunciara en favor del

Banco sobre el incumplimiento del contrato de préstamo de títulos por parte de BNYM.

El juez, en audiencia del pasado 23 de febrero de 2012 ante la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York, determinó que no podía conceder la petición de sentencia sumaria sin dar oportunidad de llevar a cabo la etapa de pruebas o *Discovery* para establecer si BNYM podía probar su defensa. Por esta razón, el juez determinó continuar con la etapa probatoria y volver para una audiencia de estado del proceso en junio de 2012.

El Banco de la República, además de haber instaurado una demanda judicial en contra de BNYM con el objeto de recuperar la inversión, se hizo parte en el proceso de liquidación de Sigma y con fecha valor 17 de noviembre de 2010, recibió un valor aproximado de US\$1,0 m o US\$5 por dólar según la metodología de calificación y distribución de acreencias aprobada por el liquidador, a partir de los activos disponibles.

Durante 2011 el Banco de la República registró un resultado operacional de -\$356,1 mm, explicado por los bajos niveles de las tasas de interés externas que afectan la rentabilidad de las reservas internacionales, principal fuente de ingresos del Banco, y por el efecto de las compras de divisas en el estado de resultados. Por otra parte, se debe destacar que durante los ejercicios contables, en los cuales se ha generado utilidades, el Banco ha constituido reservas que le han permitido enjugar las pérdidas registradas en 2010 y 2011, sin necesidad de acudir al presupuesto nacional. Finalmente, se debe señalar el incremento del activo y del patrimonio del Banco, como resultado de las compras de reservas y de la depreciación del peso frente al dólar, respectivamente.

Recuadro 5

Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales

Teniendo en cuenta que uno de los objetivos de las reservas internacionales es poder atender los pagos externos del país en momentos de crisis, la composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país. De esta manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos del país en el exterior derivada de los movimientos de las tasas de cambio. Por ejemplo, si el país importa muchos bienes denominados en euros, invertir parte de las reservas en esta moneda ayuda a mitigar el mayor costo que se debe pagar frente a una apreciación del euro, porque el valor de las reservas en dólares aumenta, compensando el mayor valor de las importaciones.

Con el propósito de mejorar la forma como se realiza la cobertura de los egresos de la balanza de pagos, a partir del 29 de febrero de 2012 el Banco de la República cambió la composición cambiaria objetivo¹ del tramo de inversión de las reservas internacionales, tal como se muestra en el Cuadro R5.1.

En este recuadro se explican los cambios que se hicieron a la metodología de estimación de la composición cambiaria.

1. Metodología anterior

La metodología anterior clasificaba los egresos de la balanza de pagos con criterios relativamente simples. A continuación se explican las principales reglas utilizadas para clasificar por moneda los egresos de la balanza de pagos²:

¹ La composición cambiaria observada puede ser diferente a la composición cambiaria objetivo, ya que los lineamientos de inversión permiten que los portafolios del tramo no indexado se desvíen de esta.

² Se calculaba el promedio móvil de tres años de las participaciones para suavizar los cambios que se podían presentar en la denominación de los pagos.

Cuadro R5.1
Cambios en la composición cambiaria objetivo
de las reservas

Moneda	Composición cambiaria anterior	Composición cambiaria nueva (a partir del 29 de febrero de 2012)
Dólar estadounidense	85	86
Euro	12	4
Yen	3	0
Libra esterlina	0	4
Dólar canadiense	0	3
Dólar australiano	0	3

Fuente: Banco de la República

- **Balanza comercial:** la mayor parte de las importaciones se asignaban al dólar, con excepción de las importaciones provenientes de Europa, que se asignaban al euro, y las provenientes de Japón, que se asignaban al yen.
- **Balanza de servicios:** los egresos de servicios no financieros de embarques (fletes de importaciones) se clasificaban de acuerdo con la participación de las monedas en las importaciones, y los demás egresos por servicios no financieros se asignaban al dólar. De otro lado, los flujos correspondientes al pago de intereses de la deuda, tanto pública como privada, se asignaban según los saldos al final de cada año. Los egresos por utilidades y dividendos por inversión extranjera directa se asignaban completamente al dólar debido a que el riesgo cambiario es asumido por las empresas que invierten en Colombia.
- **Cuenta de capitales:** los egresos de capital asociados con la inversión extranjera directa en Colombia se asignaban completamente al dólar, debido a que el riesgo cambiario es asumido por las empresas que invierten en

Colombia³. También se clasificaban como operaciones en dólares todos los egresos por inversiones de Colombia en el exterior, los aportes a organismos internacionales, los movimientos de capital de corto plazo, y la inversión en portafolio (en caso de ser negativa). Los egresos correspondientes a la amortización de la deuda, tanto del sector público como privado, se clasificaban por moneda de acuerdo con la composición respectiva de la deuda⁴.

Según estos criterios, cada uno de los componentes de los egresos de la balanza de pagos se asignaba al dólar estadounidense, al euro o al yen.

2. ¿Por qué cambiar la metodología?

Con el propósito de incorporar el comportamiento de las monedas de la mayor parte de los socios comerciales frente al dólar, se modificó la metodología de composición cambiaria, dado que el comercio entre países emergentes ha presentado una tendencia creciente en los últimos años. Una consecuencia del aumento de socios comerciales es que la cotización relevante no necesariamente es la cotización del peso colombiano frente al dólar, sino la cotización del peso colombiano frente a la moneda del país del cual provienen las importaciones. Por ejemplo, si aumenta el valor del dólar frente al peso, las importaciones provenientes de Brasil no necesariamente tienen que ser más costosas porque el real brasileño puede, de manera simultánea, depreciarse frente al dólar, aunque no necesariamente todos los movimientos de las tasas de cambio se trasladan a los precios en dólares de las importaciones⁵. Volviendo al

ejemplo de las importaciones provenientes de Brasil, a medida que aumenta el comercio con este país es deseable aumentar las inversiones de las reservas en reales y, si esto no es posible por las condiciones de profundidad y de liquidez del mercado, se hace en una moneda de reserva que se comporte relativamente similar al real.

En el Gráfico R5.1 se compara el comportamiento de dos índices de los bienes importados, uno que refleja los retornos de la composición cambiaria anterior (dólares: 85%, euros: 12% y yenes: 3%) y otro que refleja los de la canasta "real" de las monedas, es decir, aquella que se basa en el IPP de bienes importados, el cual incluye el impacto en los precios de las variaciones de las monedas de todos países que participan del comercio internacional.

La principal conclusión que se puede extraer del Gráfico R5.1 es que es posible modificar la metodología para alcanzar una mejor cobertura frente a variaciones en los precios de los bienes importados, consecuencia de una apreciación o depreciación de las monedas de los principales socios comerciales de Colombia. Por ejemplo, el índice "real" se redujo mucho más que el índice de la composición cambiaria anterior entre 1996 y 2002. Esto señala que el valor en dólares de las importaciones de Colombia se redujo de manera significativa, mientras que el valor de las reservas en aquella moneda lo hizo de una forma más moderada. Por el contrario, de 2002 en adelante se ha presentado un fuerte aumento del valor de las importaciones en dólares y un incremento moderado del valor de las reservas en tal divisa. Esto puede explicarse porque el índice "real" captura el efecto en los precios de los bienes importados

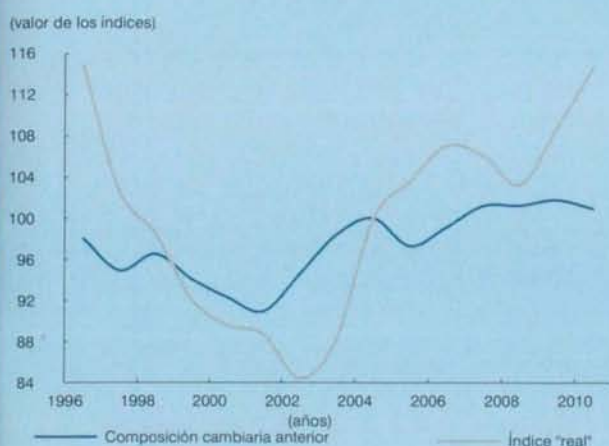
³ De los egresos de capitales por concepto de inversión extranjera directa correspondientes a la cuenta de reembolso de capital se excluye el sector petrolero. En este sector los reembolsos de capital se realizan en especie y, por tanto, dichas transacciones no se traducen en demanda por divisas.

⁴ En el cálculo se excluye el saldo de la deuda que corresponde a emisiones de TES globales, ya que estos instrumentos no representan un riesgo cambiario para el emisor.

⁵ Es difícil estimar el *pass-through* de cada una de las tasas de cambio a los precios de los bienes importados, ya que sería necesario estimarlas para cada tipo de bien. Productos homogé-

neos como las materias primas se verán menos afectados por la tasa de cambio del país productor, pues se negocian en un mercado altamente competitivo. Cuando se trata de productos diferenciados, como las manufacturas, el productor tiene mayor capacidad de ajustar el precio frente a movimientos favorables o desfavorables de la tasa de cambio. Otro factor que puede afectar la sensibilidad del precio a la tasa de cambio del país productor es la facilidad de sustituir entre proveedores de diferentes países, ya que mientras más fácil sea esta sustitución, menos flexibilidad tendrá el productor de ajustar su precio. Con el fin de evitar hacer supuestos con respecto al *pass-through*, se decidió usar el índice de precios del productor (IPP) para bienes importados.

Gráfico R5.1
Comparación de índices de canastas de monedas
de bienes de importación



Fuentes: Datastream y bancos centrales de cada país.

tanto por la debilidad del dólar como por el aumento de los precios de las materias primas.

Teniendo en cuenta esta observación, se construyó un índice cambiario para todos los egresos de la balanza de pagos, conservando los supuestos de la metodología de composición cambiaria anterior para la cuenta de capitales y para la balanza de servicios, mientras que para el cálculo del subíndice de la balanza comercial se empleó el IPP de bienes importados⁶, deflactado por la tasa de cambio peso/dólar, para así tener un índice del precio de los bienes importados en dólares. Es importante destacar que este subíndice tiene en cuenta monedas no consideradas de reserva, como el real brasileño, el baht tailandés y el peso chileno, entre otros.

3. Explicación de la nueva metodología

De acuerdo con el análisis anterior, la forma más simple para replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos sería invertir

las reservas en todas las monedas de los principales socios comerciales. No obstante, esta alternativa enfrenta las siguientes dificultades prácticas:

- Implica una alta complejidad operativa para invertir las reservas, ya que sería necesario invertir proporciones pequeñas en muchas monedas. Adicionalmente, muchas de estas monedas tienen un bajo grado de liquidez, por lo cual no serían inversiones aceptables para las reservas.
- La mayoría de los países de los cuales provienen las importaciones de Colombia no cuentan con las calificaciones crediticias mínimas para ser inversiones elegibles para el portafolio de inversión. En la actualidad la mínima calificación permitida para emisores soberanos es AA- y solamente un grupo reducido de países cumple con este criterio.

Dado que no es viable invertir directamente las reservas en las monedas de todos los principales socios comerciales, es necesario buscar una alternativa que replique de la mejor manera posible el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos, utilizando únicamente las monedas de reserva aprobadas en la actualidad (dólares estadounidenses, euros, yenes, libras, francos suizos, dólares canadienses, australianos y neozelandeses, y coronas noruegas y suecas).

La nueva metodología de composición cambiaria consiste en encontrar la composición por monedas que minimiza la diferencia (medida por el error estándar) frente al índice de los egresos de la balanza de pagos, utilizando únicamente monedas de reserva. Para llegar a la composición cambiaria objetivo, fue necesario imponerle a este ejercicio dos restricciones con el fin de garantizar que las reservas se sigan invirtiendo con un alto grado de liquidez:

- Solamente se utilizaron monedas de reserva cuyo volumen de negociación fuera muy alto. El criterio empleado fue, que las monedas elegibles deberían tener una participación superior al 5% del volumen promedio negociado diariamente en el mundo⁷.

⁶ Para una explicación detallada de las implicaciones de este cambio y para todo el soporte técnico de la nueva metodología, véase Gómez, J.; Hernández, J. (2011). "Composición cambiaria y poder adquisitivo de las reservas internacionales", Borradores de Economía, núm. 654, Banco de la República de Colombia.

⁷ Se utilizó como referencia la encuesta trianual publicada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS).

Con este criterio se redujo el universo de monedas elegibles a los dólares estadounidenses, euros, yenes, libras, francos suizos, y los dólares canadienses y australianos.

- Como las reservas se invierten principalmente en deuda pública, se impusieron restricciones con el fin de evitar que el Banco de la República se convirtiera en un jugador muy grande en cualquiera de estos mercados. Esta restricción es evidente porque cuando un inversionista adquiere una participación muy importante en un mercado, sus operaciones pueden impactar los precios, lo cual redundaría en altos costos de transacción. No se impusieron restricciones a los países con mercados muy amplios de deuda pública como los Estados Unidos, Alemania, Reino Unido y Japón, pero sí se hizo para las inversiones en Suiza, Canadá y Australia. En el caso de Suiza, el mercado de deuda pública es muy pequeño, pese a que su moneda tiene un alto volumen de negociación, por lo que la restricción fue no permitir que se incluyeran inversiones en esta moneda. En el caso de Canadá y Australia consistió en no invertir un porcentaje superior a 3% para cada uno.

Adicionalmente, no se consideró pertinente asignar una participación menor a 2% a ninguna moneda, pues su impacto en el portafolio sería bajo, pero tendría elevados costos de implementación. El Cuadro R5.2 presenta los resultados del ejercicio de optimización con y

sin restricciones*. En la última columna se puede observar el error de réplica, la variable que se buscó minimizar.

Se encontró que el yen no debería ser incluido en la composición cambiaria en ninguno de los ejercicios realizados, a pesar de que hay una cantidad significativa de deuda pública denominada en esta moneda. Esto se debe a que el comportamiento de esta moneda no está altamente correlacionado con la de los precios de las importaciones en Colombia. Caso contrario es el de los dólares australianos y canadienses, y el franco suizo, divisas que ayudan a mejorar significativamente el error de réplica. La alternativa con el menor error de réplica (2,5%) implica incrementar la participación del dólar a 87,3% y reducir la del euro a 0% y asignar valores positivos al franco suizo (2,54%) y al dólar australiano (10,04%). No obstante, esta composición cambiaria no es conveniente, ya que implica que las inversiones en deuda pública australiana serían relativamente altas en comparación con el tamaño del mercado. En todos los casos puede apreciarse que el dólar estadounidense sigue siendo la moneda más importan-

* Se empleó un método estándar de programación no lineal para minimizar el error cuadrático medio, restringiendo, además, el resultado para que la canasta no tuviera exposición negativa (corta) a ninguna moneda y que las ponderaciones sumaran 1.

Cuadro R5.2
Composición cambiaria al minimizar la diferencia frente a la canasta real
(porcentaje)

	Composición cambiaria							Error de réplica
	Dólar estadouni- dese	Euro	Yen	Libra esterlina	Franco suizo	Dólar australiano	Dólar canadiense	
Sin restricción	87,34	0,00	0,00	0,08	2,54	10,04	0,00	2,50
Con restricciones	86,23	4,13	0,00	3,64	0,00	3,00	3,00	2,58
Anterior	85,00	12,00	3,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,89

Fuente: Banco de la República.

te para cumplir con las obligaciones del país en el exterior.

La composición cambiaria escogida para el tramo de inversión de las reservas fue: dólares estadounidenses (86%), euros (4%), libras (4%), y los dólares australianos (3%) y canadienses (3%). Esta composición permite

mejorar significativamente el error estándar frente al índice de los egresos de la balanza de pagos (2,5% frente a 2,9% en la anterior) y tiene la ventaja adicional de tener un alto nivel de liquidez y diversificación, los cuales son atributos deseables para el portafolio de inversión de las reservas.

IV. Situación financiera del Banco de la República

A. Balance del Banco de la República

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República a 31 de diciembre de 2011, frente a los saldos registrados un año atrás (Cuadro 25).

1. Activo

El 31 de diciembre de 2011 los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$73.825 mm. Esta cifra fue superior en \$9.026 mm (13,9%) a la observada en diciembre de 2010, cuando los activos ascendieron a \$64.800 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales*: al cierre de 2011, el saldo de las reservas internacionales brutas, valorado a precios de mercado, fue \$62.755 mm (US\$32.303 m), superior en \$8.276 mm (15,2%) al dato observado el 31 de diciembre de 2010. Esta variación es explicada principalmente por: i) las compras de divisas realizadas por el Banco de la República, que incrementaron el valor en pesos de las reservas internacionales en \$6.790 mm; ii) el ajuste de cambio, resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar, que aumentó el saldo en pesos en \$1.273 mm, y iii) el rendimiento por intereses, la valoración por precios de mercado y el diferencial cambiario, que produjeron un incremento de las reservas por \$250 mm.
- *Portafolio de inversiones en moneda nacional*: su saldo valorado a precios de mercado ascendió a \$1.161 mm en diciembre de 2011, inferior en \$174 mm con respecto al cierre del año anterior. Esta disminución se explica por vencimientos de TES en poder del Emisor colombiano (\$325 mm), compensados parcialmente con la valoración a precios de mercado de su

portafolio y con el traslado de TES por parte de fiduciarias.

- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria*: su saldo ascendió a \$3.749 mm al finalizar diciembre de 2011, lo que significó un aumento de \$1.210 mm con respecto al cierre de 2010.

2. Pasivo

A 31 de diciembre de 2011 el saldo de los pasivos fue \$62.287 mm, superior en \$8.102 mm (15%) al registrado al finalizar el año 2010. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Base monetaria*: al finalizar 2011 la base monetaria ascendió a \$51.339 mm, superior en \$6.464 mm (14,4%) a la registrada al cierre de 2010.
- *Los depósitos del GNC*, constituidos mediante la DGCPTN en el Banco de la República, tuvieron un saldo de \$5.482 mm al cierre de diciembre de 2011. Este monto fue superior en \$2.367 mm (76%) al registrado en diciembre de 2010.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$11.538 mm en diciembre de 2011, presentando un incremento de \$924 mm (8,7%) con respecto a la cifra observada un año atrás. Este aumento se explica principalmente por la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual se acrecentó en \$1.273 mm (20,9%) como resultado de la depreciación del peso frente al dólar.

B. Estado de resultados en 2011

En el año 2011 el Banco de la República obtuvo un resultado operacional negativo de \$356,1 mm, producto de ingresos por \$884,2 mm y egresos por \$1.240,3 mm (Cuadro 26).

Este resultado está influenciado por los bajos niveles que continúan registrando las tasas de interés externas y que afectan la rentabilidad de las reservas internacionales, principal fuente de ingresos del Banco. Como se

Cuadro 25
Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico
(resultados de diciembre de 2010 a diciembre de 2011)
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre de 2010		Diciembre de 2011		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	64.800	100,0	73.825	100,0	9.026	13,9
Reservas internacionales brutas	54.479	84,1	62.755	85,0	8.276	15,2
Aportes en organismos y entidades internacionales	2.798	4,3	2.759	3,7	(39)	(1,4)
Inversiones	1.334	2,1	1.161	1,6	(174)	(13,0)
Sector público: regulación monetaria	1.321	2,0	1.154	1,6	(167)	(12,6)
Bonos; capitalización banca pública y otros	14	0,0	7	0,0	(7)	(48,1)
Cartera de créditos	1	0,0	1	0,0	(0)	(42,2)
Sector público Gobierno nacional	1	0,0	0	0,0	(0)	(60,0)
Otros créditos	4	0,0	2	0,0	(2)	(57,2)
Provisión	(3)	(0,0)	(1)	(0,0)	2	(62,8)
Pactos de reventa (apoyos transitorios de liquidez)	2.539	3,9	3.749	5,1	1.210	47,7
Cuentas por cobrar	43	0,1	58	0,1	15	35,3
Otros activos netos	3.605	5,6	3.343	4,5	(263)	(7,3)
Pasivo y patrimonio	64.800	100,0	73.825	100,0	9.026	13,9
Pasivo	54.186	83,6	62.287	84,4	8.102	15,0
Pasivos M/E que afectan las reservas internacionales	22	0,0	5	0,0	(18)	(78,4)
Base monetaria	44.875	69,3	51.339	69,5	6.464	14,4
Efectivo	29.769	45,9	33.399	45,2	3.630	12,2
Reserva	15.105	23,3	17.940	24,3	2.835	18,8
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	935	1,4	612	0,8	(323)	(34,6)
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros depósitos	101	0,2	74	0,1	(27)	(27,1)
Gobierno nacional (DGCPTN M/N)	3.115	4,8	5.482	7,4	2.367	76,0
Gobierno nacional (DGCPTN M/E)	295	0,5	291	0,4	(4)	(1,5)
Obligaciones con organismos internacionales	4.118	6,4	3.880	5,3	(238)	(5,8)
Cuentas por pagar	38	0,1	36	0,0	(2)	(4,3)
Otros pasivos	686	1,1	569	0,8	(117)	(17,1)
Patrimonio total	10.614	16,4	11.538	15,6	924	8,7
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	3.019	4,7	2.746	3,7	(273)	(9,0)

Cuadro 25 (continuación)
Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico
(resultados de diciembre de 2010 a diciembre de 2011)
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre de 2010		Diciembre de 2011		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Superávit	7.854	12,1	9.135	12,4	1.281	16,3
Liquidación cuentas especiales de cambio (CEC)	453	0,7	453	0,6	0	0,0
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	6.085	9,4	7.358	10,0	1.273	20,9
Otros	136	0,2	137	0,2	2	1,1
Valorizaciones de bienes y donaciones	1.180	1,8	1.187	1,6	7	0,6
Resultados	(272)	(0,4)	(356)	(0,5)	(85)	31,1
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(272)	(0,4)	(356)	(0,5)	(85)	31,1

Fuente: Banco de la República

Cuadro 26
Estado de resultados del Banco de la República, 2011
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado		Variaciones anuales	
	2010	2011	Porcentuales	Absolutas
I. Ingresos del P y G	761,1	884,2	16,2	123,1
A. Ingresos monetarios	559,5	712,1	27,3	152,5
1. Intereses y rendimientos	454,0	565,1	24,5	111,1
Reservas internacionales	271,8	250,0	(8,0)	(21,8)
Rendimientos	362,7	399,6	10,2	36,9
Diferencial cambiario	(91,0)	(149,6)	64,5	(58,7)
Operaciones de liquidez	106,0	241,2	127,4	135,1
Valorización de TES	75,4	71,9	(4,7)	(3,5)
Otros intereses	0,8	2,0	162,4	1,2
2. Diferencias en cambio	5,9	31,5	429,3	25,5
3. Moneda metálica	76,3	87,0	14,1	10,7
4. Otros	23,3	28,5	22,2	5,2
B. Ingresos corporativos	201,5	172,1	(14,6)	(29,4)
1. Comisiones	106,7	107,1	0,4	0,4
Servicios bancarios	55,1	51,6	(6,3)	(3,5)
Negocios fiduciarios	51,6	55,5	7,5	3,9
3. Oro no monetario	76,5	44,4	(42,0)	(32,1)
2. Otros	18,4	20,7	12,6	2,3

Cuadro 26 (continuación)
Estado de resultados del Banco de la República, 2011
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado		Variaciones anuales	
	2010	2011	Porcentuales	Absolutas
II. Egresos del P y G	1.032,6	1.240,3	20,1	207,7
A. Egresos monetarios	610,7	792,3	29,7	181,5
1. Intereses y rendimientos	349,0	585,8	67,9	236,8
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	271,3	547,8	101,9	276,5
Comisión de compromiso flexible con el FMI	27,9	22,0	(21,3)	(6,0)
Gastos en administración de las reservas internacionales	21,6	8,2	(62,1)	(13,4)
Gastos en operación de contracción monetaria	28,2	7,8	(72,2)	(20,3)
2. Diferencias en cambio	117,2	59,3	(49,4)	(57,9)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	144,3	147,0	1,9	2,7
4. Otros	0,2	0,2	(15,3)	(0,0)
B. Egresos corporativos	335,1	343,5	2,5	8,4
1. Gastos de personal	213,6	221,9	3,9	8,2
2. Gastos generales	50,5	51,2	1,4	0,7
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(4,1)	(1,6)	(60,2)	2,5
4. Impuestos	6,9	6,8	(1,3)	(0,1)
5. Seguros	6,6	6,1	(9,0)	(0,6)
6. Contribuciones y afiliaciones	3,7	3,0	(18,6)	(0,7)
7. Gastos culturales	8,9	9,0	1,2	0,1
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del <i>software</i>)	49,0	47,2	(3,7)	(1,8)
C. Gastos de pensionados	86,7	104,5	20,5	17,8
III. Resultado operacional (I - II)	(271,5)	(356,1)	31,1	(84,5)

Fuente: Banco de la República.

observa en el Gráfico 88, por ejemplo, la tasa de interés de los bonos a dos años del Tesoro de los Estados Unidos se redujo de 4,81% en 2006 a 0,77% en 2008 y a 0,24% en 2011, lo que tuvo un fuerte impacto sobre los rendimientos de las reservas, los cuales descendieron de niveles cercanos a \$2.000,0 mm en 2006 a \$250,0 mm en la actualidad, afectando el Estado de Resultados del Banco, que pasó

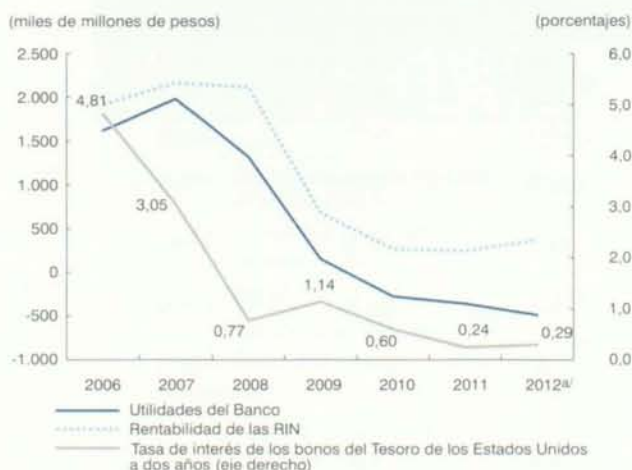
de mostrar utilidades superiores a \$1.500,0 mm en 2006 a pérdidas de \$356,1 mm el año anterior.

Los ingresos totales ascendieron a \$884,2 mm, con un crecimiento anual de \$123,1 mm (16,2%). Los principales rubros son los siguientes:

- Las reservas internacionales presentaron un rendimiento de \$250,0 mm, inferior en

Gráfico 88

Utilidades del Banco de la República vs. rentabilidad de las reservas internacionales (RIN) y tasa de interés de los bonos a dos años del Tesoro de los Estados Unidos



a/ Corresponde al dato observado al cierre del mes de febrero de 2012.
Fuente: Banco de la República.

\$21,8 mm (8,0%) al observado el año anterior. Esta reducción obedece en especial a la devaluación del euro frente al dólar, la cual afectó la porción de las reservas invertidas en esta moneda.

- Las operaciones de liquidez mediante repos registraron ingresos por \$241,2 mm, superiores en \$135,1 mm frente a los registrados en 2010 (127,4%), resultado de la mayor demanda de liquidez del sistema financiero y del aumento de la tasa de interés de intervención⁷⁵.
- Las comisiones recibidas por el Banco ascendieron a \$107,1 mm, ligeramente superiores a las obtenidas en 2010. Estas están relacionadas con la administración de los TES y con las operaciones del Depósito Central de Valores (DCV).
- La mayor puesta en circulación de moneda metálica generó un ingreso por valor facial de \$87,0 mm, superior en 14,1%. Este crecimiento está asociado con la mayor demanda de moneda metálica.

⁷⁵ La tasa de interés de intervención pasó de 3,0% en diciembre de 2010 a 4,75% un año después.

- Los ingresos por valoración de los TES en poder del Banco fueron de \$71,9 mm, inferiores en 4,7% a los de 2010, debido al comportamiento de las tasas de negociación de los TES y a la disminución del saldo de este portafolio.
- El ingreso generado por la valorización del oro no monetario fue de \$44,4 mm. Se debe mencionar que en 2011 el Banco incorporó este oro a las reservas internacionales, por lo que en adelante las variaciones en los precios externos del metal se verán reflejadas en el rubro de rendimientos de las reservas.

Los egresos totales ascendieron a \$1.240,3 mm, con un crecimiento de \$207,7 mm (20,1%), explicados por:

- La remuneración a los depósitos que mantiene la DGCPTN en el Banco fue de \$547,8 mm, en especial como resultado de su mayor saldo promedio diario. Se destaca que los pagos al Gobierno por este concepto se incrementaron en \$276,5 mm, con variación anual de 101,9%, siendo la principal explicación del aumento de los egresos del Banco durante 2011.
- Los costos por la emisión y distribución de especies monetarias totalizaron \$147,0 mm, con variación anual de 1,9%, resultado de la ejecución de su programa de emisión.
- El resultado neto de los ingresos y egresos originados por las diferencias en la tasa de cambio del peso frente al dólar fue de -\$27,8 mm, producto del efecto cambiario sobre las cuentas activas y pasivas en moneda extranjera, diferentes de reservas internacionales, las cuales incluyen los aportes en organismos internacionales, las cuentas de depósito en moneda extranjera, y otros activos y pasivos en moneda extranjera.
- Los egresos corporativos decrecieron en 1,2% en términos reales y se situaron en \$343,5 mm. Dentro de estos se incluyen los gastos de personal asociados con salarios, prestaciones sociales, aportes a seguridad social, cajas de compensación

y auxilios al personal, que registraron un valor de \$221,9 mm, con crecimiento real de 0,1%. Por su parte, los gastos generales totalizaron \$51,2 mm, con reducción real de 2,2%

- Finalmente, el gasto neto de pensionados por \$104,5 mm, en especial es el resultado de los gastos asociados con pensiones menos el ingreso por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional. Este rubro registró un aumento de 20,5% frente al año anterior, producto de los menores rendimientos del portafolio, dado el comportamiento de las tasas de negociación de los TES, títulos en los que está invertido cerca del 82,0% del portafolio.

C. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los artículos 60, 61, 62 y 63 de los Estatutos del Banco de la República, el remanente de las utilidades, una vez apropiadas las reservas, será de la Nación. En caso de que llegaren a presentarse pérdidas, deben cubrirse, en primer lugar, con cargo a la reserva de estabilización monetaria y cambiaria⁷⁶, creada para este propósito específico, y en caso de ser insuficientes, el faltante lo debe cubrir el presupuesto general de la Nación (PGN). La utilidad por transferir o la pérdida que resulte a cargo del Gobierno se define como el resultado de restar de los ingresos, los egresos (incluyendo depreciaciones), así como los destinados a atender el funcionamiento e inversión del Banco para el cumplimiento de sus labores de carácter cultural y científico.

De otra parte, es importante mencionar que, cuando las variaciones cambiarias ocurridas entre el dólar de los Estados Unidos y las demás monedas en que estén denominados los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco (diferencial cambiario) generen

al final del ejercicio un resultado neto negativo, pueden enjugarse contra la reserva para fluctuación de monedas, la cual se constituye o incrementa con el resultado positivo de estas variaciones cambiarias, siempre que se hayan producido utilidades en el respectivo ejercicio.

Los resultados en la vigencia de 2011 fueron negativos (pérdidas) por \$356,1 mm. La JDBR dispuso cubrirlos con: i) la utilización parcial de la reserva de estabilización monetaria y cambiaria por \$212,3 mm, y ii) con la reserva para fluctuación de monedas, la cual cubrirá el resultado neto negativo del diferencial cambiario por \$149,3 mm; con lo que no será necesario recurrir al PGN (Cuadro 27).

De esta forma, el saldo de las reservas patrimoniales a febrero de 2012, es el siguiente: i) reserva para fluctuación de monedas, \$2.276,2 mm⁷⁷, ii) reserva de estabilización monetaria y cambiaria, \$107,9 mm, que podría ser utilizada para futuras pérdidas, y iii) reserva para protección de activos, \$0,1 mm.

D. Proyección de ingresos y gastos para el año 2012

Para 2012 se estima un resultado operacional negativo de \$467,7 mm, producto de ingresos por \$941,9 mm y de egresos por \$1.409,6 mm (Cuadro 28).

Durante 2012 se espera que las tasas de interés externas se mantengan en niveles históricamente bajos, lo que significa que los ingresos por rendimientos de las reservas internacionales continuarán siendo moderados, afectando el estado de resultados del Banco, tal como se explicó.

Se proyecta que los ingresos ascenderán a \$941,9 mm, con crecimiento anual de \$57,7 mm (6,5%). Los principales rubros son los siguientes:

⁷⁶ Esta se constituye por las cuantías necesarias de acuerdo con las previsiones de pérdidas que para los siguientes dos ejercicios muestren los presupuestos del Banco.

⁷⁷ Reserva destinada a cubrir eventuales pérdidas por la fluctuación de las tasas de cambio del dólar frente a las otras monedas en que estén denominados los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco, que en su mayor parte corresponden a divisas que componen las reservas internacionales.

Cuadro 27
Distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

A. Resultado del ejercicio (pérdida)	(356,1)
B. Menos constitución de reservas	5,6
Reserva de resultados cambiarios	0,0
Reserva para fluctuación de monedas	0,0
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0,0
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	5,6
C. Más utilización de reservas	361,6
Reserva resultados cambiarios	0,0
Reserva para fluctuación de monedas	149,3
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	212,3
Reserva para protección de activos	0,0
Resultado neto a favor o a cargo del Gobierno nacional (A - B + C)	0,0

Fuente: Banco de la República.

- Los rendimientos de las reservas internacionales se estiman en \$388,5 mm. Se proyecta que la tasa de rentabilidad promedio será de 0,52%, superior a la del año anterior (0,34%). Se prevé que las tasas de cambio de las monedas en las que se invierten las reservas y el precio del oro se mantengan en los niveles promedio observados en el primer bimestre del año (revaluación del euro de 0,7% y aumento del precio del oro de 7,9%). Cabe anotar que los retornos del portafolio pueden verse afectados si el euro se devalúa o revalúa frente al dólar, o el precio del oro se modifica en relación con los valores proyectados⁷⁸.
- Las operaciones de liquidez mediante repos se estiman en US\$119,6 mm, inferiores en US\$121,5 mm (50,4%), debido a que parte importante de la mayor demanda de liquidez del sistema financiero se atenderá con las compras diarias de reservas internacionales que el Banco ha venido efectuando.
- Los ingresos por valoración de TES en poder del Banco se calculan en US\$78,4 mm, con un incremento de 9,1%⁷⁹.
- La mayor circulación de moneda metálica generará un ingreso por valor facial de US\$135,6 mm, superior en 55,9%. Este crecimiento está asociado principalmente con la futura circulación de 45 millones de piezas de la nueva moneda de \$1.000, la cual se hará en el segundo semestre de 2012.
- Las comisiones recibidas por el Banco, principalmente por la administración de los TES y las operaciones del Depósito Central de Valores (DCV) ascenderán a \$108,8 mm, con crecimiento de 1,6% anual.
- Como se mencionó, el oro que estaba en las bóvedas del Banco se incorporó en 2011 a las reservas internacionales, por lo cual

⁷⁸ Tasa promedio del euro: US\$1,3067 por euro. Precio promedio del oro: US\$1.698,5 por onza troy.

⁷⁹ Si bien el saldo de los títulos de deuda pública local que se proyecta a diciembre de 2012 (\$776,1 mm) es inferior al observado al cierre de diciembre de 2011 (\$1.153,8 mm), se estima que se registrarán ingresos por la valorización de este portafolio de acuerdo con el comportamiento observado de las tasas promedio de negociación del mercado en el primer bimestre del año.

Cuadro 28
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2012
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado 2011	Proyectado 2012	Variaciones anuales	
			Porcen- tuales	Absolutas
I. Ingresos del P y G	884,2	941,9	6,5	57,7
A. Ingresos monetarios	712,1	784,2	10,1	72,1
1. Intereses y rendimientos	565,1	586,9	3,9	21,8
Reservas internacionales	250,0	388,5	55,4	138,5
Rendimientos	399,6	326,2	(18,4)	(73,4)
Diferencial cambiario	(149,6)	62,3	(141,6)	211,9
Operaciones de liquidez	241,2	119,6	(50,4)	(121,5)
Valorización de TES	71,9	78,4	9,1	6,5
Otros intereses	2,0	0,3	(85,4)	(1,7)
2. Diferencias en cambio	31,5	36,2	15,0	4,7
3. Moneda metálica	87,0	135,6	55,9	48,6
4. Otros	28,5	25,5	(10,7)	(3,1)
B. Ingresos corporativos	172,1	157,7	(8,4)	(14,5)
1. Comisiones	107,1	108,8	1,6	1,7
Servicios bancarios	51,6	49,6	(3,8)	(2,0)
Negocios fiduciarios	55,5	59,1	6,6	3,7
3. Oro no monetario	44,4	0,0	(100,0)	(44,4)
2. Otros	20,7	48,9	136,6	28,2
II. Egresos del P y G	1.240,3	1.409,6	13,6	169,3
A. Egresos monetarios	792,3	875,3	10,5	83,1
1. Intereses y rendimientos	585,8	581,8	(0,7)	(3,9)
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	547,8	508,7	(7,1)	(39,1)
Comisión de compromiso flexible con el FMI	22,0	26,7	21,2	4,7
Gastos en administración de las reservas internacionales	8,2	22,1	169,2	13,9
Gastos en operación de contracción monetaria	7,8	24,4	212,4	16,6
2. Diferencias en cambio	59,3	113,7	91,9	54,4
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	147,0	179,6	22,1	32,5
4. Otros	0,2	0,2	16,3	0,0
B. Egresos corporativos	343,5	385,4	12,2	42,0
1. Gastos de personal	221,9	241,0	8,6	19,2
2. Gastos generales	51,2	56,8	10,9	5,6
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(1,6)	(1,3)	(19,9)	0,3
4. Impuestos	6,8	7,3	7,1	0,5
5. Seguros	6,1	6,6	8,7	0,5
6. Contribuciones y afiliaciones	3,0	6,4	110,7	3,3
7. Gastos culturales	9,0	9,5	5,8	0,5
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del <i>software</i>)	47,2	59,1	25,4	12,0
C. Gastos de pensionados	104,5	148,8	42,3	44,3
III. Resultado operacional (I - II)	(356,1)	(467,7)	31,4	(111,6)

Fuente: Banco de la República.

no se proyecta para este año movimientos en el rubro “oro no monetario”. Las variaciones en los precios externos del metal se verán reflejadas en el rubro de rendimiento de las reservas.

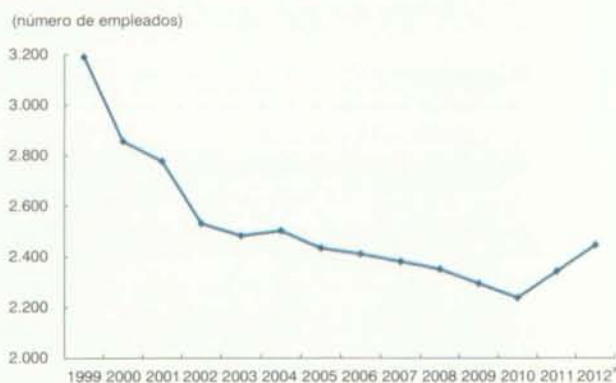
Los egresos en 2012 se estiman en \$1.409,6 mm, con crecimiento de \$169,3 mm (13,6%), de los cuales los principales rubros son:

- La remuneración a los depósitos de la DGCPTN en el Banco (\$508,7 mm), que se espera disminuya en 7,1%, resultado del menor saldo promedio esperado de estos depósitos.
- Los costos por la emisión y distribución de especies monetarias se estiman en \$179,6 mm, con variación anual de 22,1%, resultado de la ejecución del programa de emisión de especies monetarias.
- El resultado neto de los ingresos y egresos por diferencias en cambio se proyecta en -\$77,5 mm, teniendo en cuenta la tasa de cambio observada en el primer bimestre del año, lo que afecta el ajuste en cambio sobre las cuentas en moneda extranjera diferentes a las de reservas internacionales.
- Los egresos corporativos que se proyecta ascenderán a \$385,4 mm, de los cuales, \$241,0 mm corresponden a gastos de personal y \$56,8 mm a gastos generales.
- Los gastos de personal crecerán 5,4% real debido a: i) un incremento salarial de 5% (3,0% por meta de inflación más 2,0%), según la convención colectiva vigente; ii) el efecto estadístico del reemplazo de empleados que se pensionaron como resultado del Acto Legislativo 1 de 2005, que se concentró en el segundo semestre de 2011⁸⁰ y, por tanto, el efecto pleno de estos pagos se materializará en 2012; iii) el aumento de la planta para atender nue-

vas necesidades: como la reapertura de la biblioteca de Neiva, la administración del FAE y proyectos para la modernización administrativa (*enterprise resource planning* [ERP]) y de infraestructura⁸¹ (Gráfico 89).

- En cuanto a los gastos generales, se estiman en \$56,8 mm, con un aumento de \$5,6 mm (7,6% real) (Gráfico 90). Es importante anotar que en los últimos años estos gastos han presentado una tendencia decreciente, resultado de la implementación de programas de racionalización del gasto, campañas de ahorro y gestiones administrativas. No obstante durante 2012 se proyecta un incremento en este rubro, explicado principalmente por: i) la alta participación de

Gráfico 89
Evolución de la planta de personal total



a/ Planta ocupada estimada.

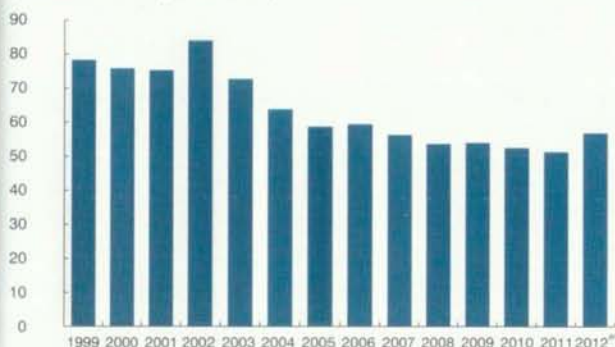
Fuente: Banco de la República.

⁸⁰ De los 556 empleados que cumplieron requisito de pensión, durante el periodo 2006-2010 se pensionaron 530 personas. De los ingresos realizados por el Banco en 2010 el 52% se cubrió en el segundo semestre, y de los ingresos realizados en 2011, el 59% se efectuó en el segundo semestre. En 2010 los gastos de personal cayeron -4,5% real y en 2011 aumentaron 0,1% real.

⁸¹ Dicho proyecto tiene como objetivo unificar los procesos de suministro de bienes y servicios del Banco (presupuesto, contratación y pagos a proveedores); mantenimiento e inventario de activos; desarrollo de un plan contable adaptado a las normas internacionales de contabilidad; procesos de gestión humana (nómina, prestaciones sociales, aportes parafiscales, seguros, selección de personal, planes de carrera y gestión de desempeño); producción de billetes y monedas (planeación de producción); todo lo cual estará apoyado en herramientas informáticas y sistemas de gestión documental (manejo de archivos, documentos y contratos).

Gráfico 90
Gastos generales

(miles de millones de pesos de 2012)



a/ Proyección de 2012 con base en la meta de inflación.

Fuente: Banco de la República.

contratos que se ajustan de acuerdo con el incremento del salario mínimo y de la inflación del año anterior; ii) se adelanta-

rán proyectos relacionados con el mantenimiento y adecuación de varios inmuebles del Banco en el nivel nacional, los cuales presentan un alto grado de deterioro y que se vieron afectados además por la pasada ola invernal, y iii) la reapertura de la biblioteca de Neiva.

- Otros gastos corporativos que no son susceptibles de una gestión directa por parte del Banco se estiman en \$79,4 mm, e incluyen impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, contribuciones y afiliaciones⁸².
- Por último, se estima que el gasto neto de pensiones de jubilación ascenderá a \$148,8 mm, con aumento de \$44,3 mm, resultado de los mayores pagos de mesadas, auxilios y aportes a la seguridad social, y de los menores ingresos proyectados por el rendimiento del portafolio del pasivo pensional.

⁸² El gasto por contribuciones se estima con un incremento importante por el pago de la tarifa de control fiscal por \$2,2 mm de las vigencias 2009, 2010 y 2011, de acuerdo con la estimación de la Contraloría.

Incorporación del Banco de la República al Banco de Pagos Internacionales

En diciembre de 2011 el Banco de la República suscribió 3.000 acciones del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés), institución conformada por los principales bancos centrales del mundo, con sede en Basilea, Suiza, la cual fomenta la cooperación monetaria y financiera internacional y provee servicios financieros a sus accionistas.

La incorporación del Banco de la República como accionista del BIS, así como el pago del aporte correspondiente con recursos provenientes de las reservas internacionales, fue autorizada mediante la Ley 1484 de 2011, la cual fue presentada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público en septiembre del año anterior y aprobada por el Congreso de la República el 12 de diciembre de 2011. El monto de la inversión ascendió a DEG 65.712.000 (US\$100.978.715) y significó una recomposición contable de los activos en moneda extranjera del Banco entre los rubros “reservas internacionales” y “aportes en organismos y entidades internacionales”. El ser accionista del BIS le da derecho al Banco a recibir un dividendo anual, el cual durante este primer año se recibirá a prorrata desde la fecha del pago de la suscripción¹.

Dicha incorporación es un reconocimiento a la importancia creciente de Colombia en el contexto económico global y al aporte sustancial del Banco a la cooperación económica y financiera internacional. Así mismo, en el marco del lineamiento estratégico de fortalecer y diversificar la cooperación internacional

contemplado en el Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014, complementa la inserción del país y del Banco en escenarios multilaterales en los cuales el Estado colombiano es parte, tales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y la Corporación Andina de Fomento (CAF).

La participación en el BIS conduce a una mayor conexión y cooperación del Banco de la República con los principales bancos centrales del mundo al poder participar de manera activa en las reuniones periódicas que tienen sede en la entidad en las cuales se examinan los acontecimientos recientes, las perspectivas económicas y financieras globales y regionales, y se analiza la adopción de decisiones de política de manera coordinada entre bancos centrales cuando las circunstancias así lo ameritan. De esta manera, facilita el análisis de los mercados financieros y el intercambio de puntos de vista y experiencias de los diferentes países, lo cual favorece la formulación e implementación de políticas económicas eficaces y la comprensión de sus posibles efectos. Por otra parte, permite la participación y contribución de las autoridades económicas en grupos de trabajo especializados (comités) en los cuales se discuten y diseñan políticas para preservar la estabilidad monetaria y financiera global, con beneficio para el Banco y las entidades de supervisión y regulación financiera. Todo esto les da a los miembros del BIS una posición privilegiada.

¹ El ejercicio contable del BIS comprende el período abril de 2011 a marzo de 2012.