

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

La recuperación de la economía global atraviesa actualmente por uno de sus momentos más débiles desde su inicio hace dos años, al tiempo que los riesgos de un menor crecimiento se han incrementado. Los mercados financieros se encuentran cada vez más inquietos por la renovada preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda pública en los países de la periferia de la zona del euro, especialmente por Grecia, y ante el pobre desempeño de las economías avanzadas, para las cuales el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé un crecimiento de 2,2% en 2011, inferior al 3% observado en 2010. En contraste, los países emergentes vienen mostrando un fuerte ritmo de expansión económica, con lo cual continúa profundizándose el desbalance en el desempeño de la economía mundial.

Varias razones, algunas de carácter transitorio, explican el retroceso económico de los países desarrollados. El efecto devastador del tsunami en Japón contrajo severamente el crecimiento en ese país y produjo una interrupción de la cadena de suministros que afectó la producción industrial y redujo la confianza y el gasto de los consumidores. El incremento en los precios del petróleo en los primeros meses del año, a raíz de la inestabilidad política en el mundo árabe, debilitó la demanda de los consumidores que debieron destinar una mayor parte de sus ingresos al pago de combustibles más costosos, sobre todo en una economía de tan elevado consumo de energía como los Estados Unidos. La volatilidad financiera como resultado de la crisis en Grecia y los peligros de contagio a otras economías europeas, menoscabó la confianza y puso en entredicho la sostenibilidad del crecimiento. A estos factores se agregan los persistentes desequilibrios fiscales y financieros, y la debilidad del mercado laboral y de vivienda que continúa afectando la recuperación de la mayoría de las economías avanzadas.

Ante el débil desempeño del mundo desarrollado, las economías emergentes se han convertido en el soporte de la recuperación mundial. Durante el año 2010 alcanzaron en conjunto un crecimiento de 7,4%, lideradas por China e India, con cifras anuales superiores a 10%. El desempeño de Latinoamérica y el Caribe fue igualmente sobresaliente al lograr en 2010 un crecimiento de 6,1%, con expansiones superiores a 7,5% anual en los casos de Argentina, Perú y Brasil, y mayores a 4% en México, Chile y Colombia. Durante 2011 las economías emergentes continúan creciendo a un ritmo elevado gracias al estímulo de fuertes entradas de capital, la recuperación del consumo

interno, una política macroeconómica aún laxa y, en algunos casos, la mejora en los términos de intercambio. De hecho, para varias economías emergentes los retos actuales de política se centran en evitar crecimientos insostenibles que puedan generar presiones inflacionarias, excesivos aumentos del crédito, burbujas en el precio de los activos y ampliaciones del déficit en cuenta corriente, que comprometan la estabilidad macroeconómica. Esto explica que varias economías emergentes hayan comenzado a retirar los estímulos fiscales y monetarios adoptados durante la crisis. No obstante, algunos países asiáticos parecen estar rezagados en el proceso de normalización de su política macroeconómica, lo cual empieza a reflejarse en incrementos de la inflación, acelerado aumento del crédito y elevados precios de la vivienda en esos países. En este entorno, el FMI pronostica una moderación del crecimiento del producto interno bruto (PIB) real en las economías emergentes, donde para el caso de América Latina la región crecería 4,6% en 2011 frente al 6,1% observado en 2010.

En un contexto internacional tan heterogéneo, la economía colombiana viene mostrando un sólido dinamismo que ha obligado a revisar hacia arriba las estimaciones de crecimiento para 2011. Durante el primer trimestre del año el PIB aumentó a una tasa anual de 5,1%, cifra superior a la registrada en 2010 (4,3%), y levemente mayor que la observada en el último trimestre del año pasado (4,8%). Lo anterior ubica a Colombia encima del promedio en América Latina, aunque por debajo de Chile, Ecuador y Perú, cuyos crecimientos, cercanos al 9% en el primer trimestre de este año, podrían tornarse insostenibles en el mediano plazo.

El desempeño de la economía colombiana se ha visto estimulado por condiciones externas e internas favorables. Entre las primeras cabe mencionar el mejoramiento de los términos de intercambio y las mayores entradas de capital. A esto se añade el otorgamiento del grado de inversión para Colombia, que constituye un estímulo para la inversión extranjera y permite a los inversionistas locales el acceso a recursos de financiamiento externo abundantes y más baratos. Entre los factores internos se destacan la alta disponibilidad de crédito en un contexto de tasas de interés reales que aún se mantienen en niveles bajos y los avances registrados en el mercado laboral, al ocurrir especialmente en el segmento asalariado. Este buen ambiente económico ha propiciado el fortalecimiento de la demanda privada, lo que se ha reflejado en el incremento del consumo de los hogares, principalmente en bienes durables, y en el dinamismo de la inversión en los rubros de equipo de transporte, maquinaria y equipo, y construcción y edificaciones (la cual muestra una gradual recuperación).

Desde el punto de vista de los sectores productivos, el patrón de crecimiento que se vislumbra a partir de los resultados del primer trimestre es el de una economía en la que numerosas ramas de actividad se están desempeñando satisfactoriamente. Las que más se destacaron por su contribución al crecimiento fueron los servicios financieros, comercio, industria manufacturera, minería y agricultura. Esta amplia base refleja un mercado local en expansión, donde consumidores e inversionistas han recuperado la confianza y donde la abundante disponibilidad de crédito a tasas de interés atractivas ha permitido a los hogares y empresas concretar sus planes de

consumo e inversión. En el caso de la minería su buen desempeño refleja la expansión que continúa dándose en la producción de petróleo y carbón, apoyada en buena parte con recursos de inversión extranjera. Finalmente, aunque en parte obedece a una base estadística muy baja, el elevado crecimiento del sector agropecuario (7,8%) muestra que el intenso invierno no afectó de manera significativa la actividad productiva en este sector, como inicialmente se temía.

A pesar de que la recuperación de la actividad económica ya se refleja en una mejoría del mercado laboral, Colombia sigue presentando tasas de desempleo altas. Las cifras a mayo mostraron un descenso de la tasa de desempleo frente al mismo mes del año anterior tanto en el nivel nacional como para las 13 principales áreas metropolitanas. En este último caso la reducción de la tasa de desempleo fue particularmente significativa al pasar de 12,8% a 11%. Las cifras para el trimestre móvil marzo-mayo —que reduce los errores estadísticos que se pueden cometer cuando se compara solo un mes— confirman la tendencia decreciente de la tasa de desempleo rural y urbana, tal como se mostrará. Algo interesante que también se observa en las cifras es que la reducción de la tasa de desempleo se ha venido dando a la par con una mejoría en la calidad del empleo. Esto se constata en el hecho de que en lo corrido de 2011 la creación de empleos en las 13 áreas metropolitanas ha estado fuertemente concentrada en trabajo asalariado. De hecho, el incremento observado del consumo de los hogares ha sido en parte motivado por la mejora en la calidad del empleo.

La recuperación de la actividad económica y la mejoría en el mercado laboral se han venido dando en un contexto de inflación estable alrededor de 3%, correspondiente al punto medio del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para el largo plazo (2% a 4%). Durante el año 2010 la inflación anual al consumidor fue de 3,17%, y al concluir el primer semestre de 2011 esta se situaba en 3,23%. Como era de esperar, durante el primer semestre del año las presiones alcistas se concentraron en los precios de los alimentos y en menor medida en los precios de los combustibles. Una vez se descuentan estos componentes, los indicadores resultantes que corresponden a medidas de inflación básica mostraron gran estabilidad. En efecto, al concluir el primer semestre del año la inflación anual sin alimentos se situaba en 2,91% y la inflación anual sin alimentos ni regulados se ubicaba en 2,06%. La estabilidad de la inflación en Colombia en medio de un proceso de recuperación económica contrasta con lo que viene observándose en numerosos países donde las presiones inflacionarias comienzan a hacerse visibles. Según cifras del FMI, la inflación mundial repuntó de 3,25% en el último trimestre de 2010 a 4% en el primer trimestre de 2011. La aceleración de la inflación en el ámbito global ha obedecido principalmente a incrementos superiores a los esperados en el precio de los productos básicos, en particular alimentos y combustibles, como también a crecientes presiones de demanda en economías que empiezan a crecer por encima de su capacidad potencial.

El reto que enfrentan las autoridades económicas en Colombia es preservar esta buena dinámica de la economía en un contexto de inflación estable. Los progresos que ya

empiezan a observarse en cuanto a reducción del desempleo, mayor capacidad de consumo de los hogares e incremento de la inversión privada, solo lograrán consolidarse con un crecimiento económico sostenido en el mediano plazo que mejore el bienestar y reduzca la pobreza. Se trata entonces de un reto muy importante para el cual la JDBR y el Gobierno nacional trabajan coordinadamente.

En este contexto, la contribución de la política monetaria como pieza fundamental de la política macroeconómica es identificar situaciones que puedan poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación y, en el marco del esquema de inflación objetivo, actuar de manera oportuna utilizando los instrumentos de política más apropiados que aseguren una senda de crecimiento coherente con la estabilidad de precios. Eso es precisamente lo que la JDBR, con el apoyo de un equipo técnico altamente calificado, hace todo el tiempo. Los resultados de estos análisis se publican cada trimestre en el *Informe sobre Inflación* y en las minutas que reseñan las discusiones de las reuniones de la JDBR. De esta manera, se asegura la transparencia en las decisiones de política monetaria y se ofrece una guía importante para el público.

Como se explica en los documentos mencionados, muy temprano en el año los pronósticos indicaban que la actividad económica iba en camino de consolidar su recuperación, impulsada principalmente por la demanda interna privada. Ello hacía prever que la brecha del producto se cerraría, probablemente en el segundo semestre del año. Esto significaba que la capacidad ociosa que existía en la economía después de la desaceleración de 2009 progresivamente se iría agotando hasta dar paso a una situación de exceso de demanda que podría generar presiones inflacionarias. Otra pieza importante del análisis ha sido el seguimiento cuidadoso del comportamiento del crédito. Desde comienzos del año se observó que el crédito a las empresas y a los hogares crecía a tasas elevadas, con tendencia a acelerarse a medida que transcurría el semestre, lo cual se veía estimulado por unas tasas de interés reales activas y pasivas muy bajas, a las que se había llegado en el contexto de la política de estímulo monetario adoptada durante la crisis de 2009.

Ante este panorama, y en vista de que los análisis mostraban que la economía ya no requería el mismo estímulo macroeconómico que se adoptó durante la crisis, la JDBR decidió cambiar progresivamente la postura de la política monetaria hacia un terreno menos expansivo. De esta forma, la JDBR incrementó la tasa de interés de referencia en 125 puntos básicos (pb), llevándola desde 3,0% a 4,25%, a razón de 25 pb en cada reunión entre febrero y junio. La información a comienzos de julio mostraba que este incremento se había transmitido completamente a las tasas del crédito comercial y de consumo, y parcialmente a las tasas de captación medida por los depósitos a término fijo. A pesar de ello, la información al concluir el primer semestre mostraba que la cartera total de crédito crecía a un ritmo de 19,9% anual y que el crédito de consumo se expandía a una tasa más elevada, de 24,8%. Si bien estas cifras no son tan altas como las que se alcanzaron a observar entre 2006 y 2007 (por encima del 40% anual), sí despiertan una alerta sobre los riesgos que los hogares, las empresas y el sistema financiero podrían estar acumulando.

En el curso del año la JDBR también ha prestado atención al análisis de las vulnerabilidades externas, tanto del conjunto de la economía, como de los agentes económicos privados, principalmente bancos, empresas y hogares. Este es un tema que cobra cada vez más importancia en vista de la creciente incertidumbre sobre el desempeño de la economía internacional, en especial de los países desarrollados.

Ante esta incertidumbre, la JDBR ha venido llevando a cabo una política prudente que proteja a la economía y minimice los riesgos de contingencias externas. En primer lugar, la JDBR solicitó al FMI la renovación de la línea de crédito flexible, la cual fue aprobada el 6 de mayo de 2011 por un valor de USD6.220 millones (m) con plazo de dos años. Este es un crédito a una tasa de interés concesional para apoyo a la balanza de pagos que el FMI solo otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. En segundo término, la JDBR ha continuado su estrategia de acumulación de reservas internacionales, que reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar contingencias externas, provocadas por factores tales como deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros, paradas súbitas o reversión de los flujos de capital. Un nivel adecuado de reservas internacionales también sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, contribuye a reducir las primas de riesgo internacional. Con ese propósito, a través del mecanismo de subastas de compra directa de USD20 m diarios, durante el primer semestre de 2011 el Banco de la República ha acumulado reservas internacionales por valor de USD2.460 m. Esto ha permitido mantener adecuados indicadores de liquidez internacional y moderar la apreciación de la tasa de cambio.

Adicionalmente, en su esfuerzo por minimizar los riesgos externos, la JDBR viene haciendo regularmente un monitoreo detallado de los flujos de capital que están llegando al país, para identificar su modalidad y destino. Como se describe en el Recuadro 2, la inversión extranjera directa ha sido tradicionalmente la principal fuente de financiación del déficit en cuenta corriente y de acumulación de reservas internacionales. No obstante, a medida que el país se globaliza, los montos de inversión colombiana en el exterior también han ganado importancia, hasta el punto en que los flujos de entrada y de salida por este concepto casi que se igualan, como ocurrió en 2010. De manera similar, la inversión de portafolio y el endeudamiento externo han venido adquiriendo importancia como recursos de financiamiento. Entre otros aspectos, la JDBR evalúa qué proporción de estos ingresos de capital extranjero se emplea para la financiación del déficit de la cuenta corriente y cuál se destina para la adquisición de activos externos o al reembolso de capital. También examina el impacto cambiario de estos flujos, los plazos en los cuales la deuda externa es contratada y las coberturas que los agentes privados tienen sobre sus compromisos de deuda con el exterior. Este seguimiento está encaminado a identificar la exposición que los bancos, empresas y hogares pueden estar asumiendo frente a cambios sorpresivos de las condiciones externas, a fin de evaluar los riesgos sobre la estabilidad financiera y económica del país y la necesidad de medidas macroprudenciales adicionales a las existentes.

En términos generales, hasta el momento no se ha encontrado evidencia de un excesivo apalancamiento (relación deuda/ingreso disponible) para las empresas ni para los hogares que pudiera tener implicaciones serias sobre la estabilidad financiera. Adicionalmente, se ha verificado que cerca del 90% de los desembolsos de endeudamiento externo para el sector privado han sido cubiertos con *forward* (operaciones de derivados), lo cual limita el riesgo cambiario. En estas condiciones, el endeudamiento externo reciente y otras entradas de capital no señalan la conformación de desequilibrios financieros o reales significativos que ameriten adoptar medidas adicionales al ajuste de las tasas de interés que se está llevando a cabo y a las normas prudenciales existentes que impiden los descalces de moneda y de plazos en el sector bancario. Desde luego este es un asunto que la JDBR continuará monitoreando con la regularidad necesaria.

La política fiscal constituye un segundo elemento fundamental de política macroeconómica para asegurar la sostenibilidad del crecimiento y la estabilidad financiera en un contexto de inflación estable. Durante el primer semestre de 2011 el Gobierno culminó el trámite de dos actos legislativos por medio de los cuales se modificó el régimen de regalías y se estableció un criterio de sostenibilidad fiscal que debe ser tomado en cuenta por las diferentes ramas del Poder Público. También se expidió una ley que fija una regla fiscal para las operaciones del Gobierno nacional central. La regla es aplicable al balance estructural total, el cual no podrá registrar un déficit superior al 1% del PIB a partir del año 2022 (Recuadro 4). Estas reformas contribuirán a dinamizar el crecimiento económico en el mediano plazo y a garantizar la sostenibilidad de la deuda pública. Adicionalmente, su carácter contracíclico será de gran ayuda para el adecuado funcionamiento del esquema de inflación objetivo. Por otra parte, tanto la Ley de Regalías como la Regla Fiscal serán cruciales para asegurar un sano manejo de la bonanza minero-energética que ya empieza a vislumbrarse y se profundizará en los próximos años, tal y como se describe en el Recuadro 3 de este Informe.

La coherencia de las políticas monetaria y fiscal, su prudencia en la anticipación de riesgos y el buen desempeño económico en tiempos de crisis y recuperación, le han valido al país el reconocimiento de las tres principales calificadoras de riesgo internacional, al otorgarle el grado de inversión. Más de una década tardó Colombia para retornar al selecto grupo de países en los cuales los inversionistas internacionales depositan su confianza. Este logro ofrece inmensas oportunidades de crecimiento y desarrollo que los colombianos debemos saber aprovechar.

* * *

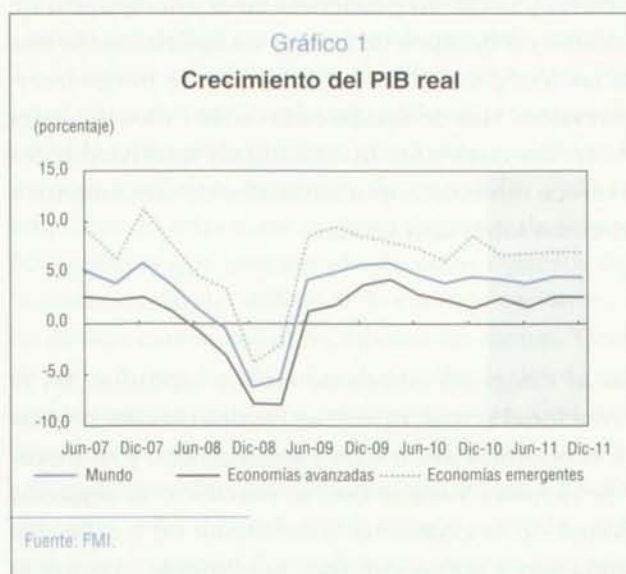
Este *Informe de la Junta Directiva al Congreso* consta de cuatro capítulos. En el primero se discute el contexto internacional actual, donde se resaltan las diferencias en el desempeño económico entre economías avanzadas y emergentes, y se discuten las perspectivas económicas y principales riesgos que se perciben. El segundo capítulo examina el desempeño actual de la economía colombiana en los frentes de actividad económica, empleo, inflación y sector externo. Igualmente, discute la

situación monetaria y financiera, y describe los principales elementos de la política monetaria y fiscal. Además, se presenta una sección que analiza el comportamiento de la economía regional en Colombia. El capítulo tercero describe la situación de las reservas internacionales, sus políticas de administración y el desempeño de las inversiones. Finalmente, el cuarto presenta la situación financiera del Banco de la República. El Informe contiene varios recuadros y sombreados que profundizan en temas de particular relevancia.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL

De acuerdo con los pronósticos del FMI, se prevé que la recuperación mundial continúe en 2011, liderada por los mercados emergentes, en un entorno de precios altos de las materias primas y de condiciones favorables de financiamiento externo. La fuerte demanda de materias primas, particularmente aquella proveniente de las principales economías emergentes de Asia, mantendría los precios en niveles inusualmente elevados. Al tiempo, políticas monetarias laxas en las economías avanzadas podrían mantener el financiamiento relativamente barato y continuarán incentivando los flujos de capitales a economías emergentes (Gráfico 1).

El riesgo de menor crecimiento se origina principalmente en las economías desarrolladas. En los Estados Unidos la debilidad de los mercados laboral y de vivienda continúa amenazando su recuperación, y los altos precios internacionales de los combustibles han comenzado a afectar el gasto de los consumidores. Además de lo anterior, los recortes presupuestales observados y proyectados en varios de sus Estados también estarían afectando el desempeño de la economía. En el caso de Japón, debido al desastre natural y la posterior crisis nuclear, en 2011 se proyecta una caída de su producto.



En la zona del euro persiste la preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda pública de los países de la periferia, especialmente de Grecia, donde ha aumentado el riesgo de no pago de la deuda. De presentarse un incumplimiento en dicho país, otras economías con elevados déficits fiscales como Portugal, España, Irlanda e Italia podrían verse contagiadas, efecto conjunto que impactaría negativamente la actividad económica mundial.

En los países emergentes se han comenzado a identificar riesgos de crecimientos elevados no sostenibles en el largo plazo. Esta situación se refleja en tres frentes: una aceleración en la inflación, un aumento importante del crédito y de los precios de los activos, y para algunos países de América Latina, una ampliación en el déficit en cuenta corriente. En este último caso los flujos de capital han sido más que suficientes para financiar el déficit de la cuenta corriente, pero a diferencia de años anteriores, otras fuentes distintas a la inversión extranjera directa (IED) están ganando participación en el financiamiento.

En este contexto, el FMI proyecta un crecimiento mundial moderado, pasando de alrededor de 5,0% en 2010 a 4,3% en 2011. Se prevé que el de las economías avanzadas llegará a 2,2% en 2011, es decir, 0,8 pp menos que el año pasado. En las economías emergentes el cambio en la postura de la política monetaria implicaría una moderación en el aumento del PIB desde 7,4% en 2010 a 6,6% en 2011.

A. Evolución de las economías desarrolladas

El principal reto para las economías desarrolladas consiste en afianzar la recuperación y, al tiempo, avanzar en el saneamiento de los balances de los gobiernos, los hogares y del sector financiero. En los Estados Unidos y Japón se espera que la postura de la política monetaria no se modifique y continúe siendo expansiva, con el fin de incentivar a corto plazo la actividad económica. En la zona del euro la evolución de las presiones inflacionarias y la situación de la deuda pública de los países de la periferia serán los principales factores que determinen las decisiones en materia de tasas de interés.

1. Estados Unidos

La recuperación de la economía estadounidense continúa, aunque aumentaron las señales que llevan a esperar una moderación en su ritmo de crecimiento. De mantener esta dinámica, el producto y el empleo podrían acercarse a sus niveles de largo plazo, pero a un ritmo menor que el esperado¹. Pese al buen comportamiento de la industria, la debilidad de los balances de los hogares, del sector financiero y del gobierno continuará



¹ Esto se daría en el escenario de que con la crisis la tasa de desempleo natural y el crecimiento potencial del PIB no hayan cambiado significativamente.

Gráfico 3

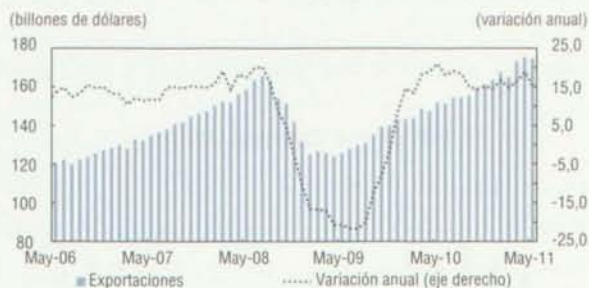
A. Índice de la producción industrial de los Estados Unidos



B. Ventas al por menor en los Estados Unidos



C. Exportaciones de los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

empañando las perspectivas de crecimiento en el corto plazo.

En 2010 el PIB de los Estados Unidos se expandió a una tasa de 3,0%. Durante el segundo semestre de 2010 la economía registró un crecimiento inferior al potencial. A pesar de una nueva ronda de expansión monetaria de la Reserva Federal, junto con medidas fiscales que se aprobaron a finales del año, el PIB se desaceleró frente a los trimestres anteriores (Gráfico 2).

En particular, el gasto del gobierno, la inversión y las exportaciones netas se contrajeron en el último trimestre del año, contrarrestando la buena dinámica del consumo privado que se había acelerado gradualmente a lo largo del año, la cual cobró fuerza a finales de 2010, impulsada principalmente por los estímulos fiscales y la valorización de los activos financieros; sin embargo, aquella se detuvo a principios de 2011.

En 2011 la economía arrancó con menos fuerza de la prevista, por lo que los analistas han disminuido sus pronósticos a lo largo del año. El crecimiento del PIB durante los dos primeros

trimestres fue de 0,4% y de 1,3% trimestre anualizado (t/a), en su orden; datos inferiores a los esperados por el mercado. Por el lado de la oferta, el crecimiento estuvo jalonado, principalmente, por la industria y el comercio. En cuanto a la demanda, la inversión privada no residencial y las exportaciones impulsaron la actividad económica en dichos trimestres; no obstante, la expansión del PIB fue menor a la proyectada, debido al estancamiento del consumo privado y a la contracción en el gasto público².

² El consumo privado y el gasto público participan con el 90% del PIB estadounidense.

Así las cosas, la economía de los Estados Unidos aún no recupera los niveles de producción previos a la crisis.

La nueva información de la industria y el comercio muestra que estos sectores continúan expandiéndose y siguen siendo los principales generadores de empleo. Las exportaciones también crecen a buen ritmo y ya superaron los niveles precrisis. Aunque estos indicadores se desaceleraron en el mes de marzo, en parte como consecuencia de la interrupción en la cadena productiva de Japón (especialmente en la actividad automotriz), es de esperarse que en la medida en que se normalice la situación en dicho país, el sector manufacturero en los Estados Unidos retome su dinámica (Gráfico 3).

En materia de riesgos sobre el crecimiento, los mayores precios del petróleo se han traducido en un incremento en el costo de la gasolina que ha deteriorado la confianza de los hogares y podría acentuar la desaceleración en el consumo privado (Gráfico 4). De acuerdo con la Fed, un aumento sostenido de USD10 barril en el precio del petróleo generaría una disminución del crecimiento de 0,2 puntos porcentuales (pp). Algunos analistas sostienen que un choque como el observado actualmente de alrededor del 20% de aumento en el precio del petróleo disminuye el crecimiento del PIB anual en 0,5 pp.

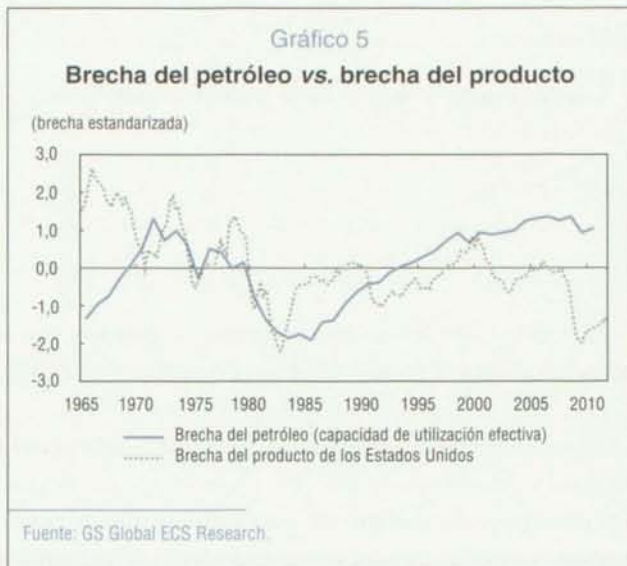
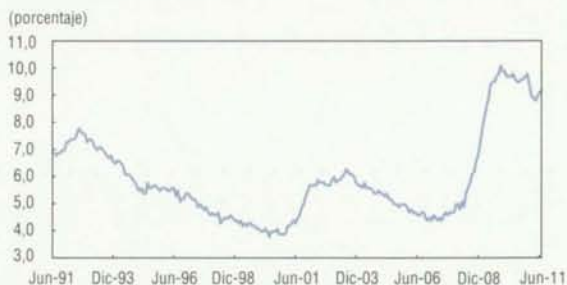


Gráfico 6

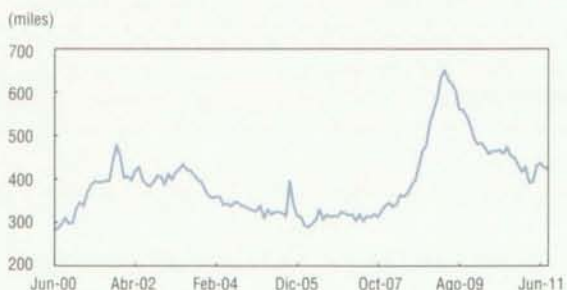
A. Tasa de desempleo de los Estados Unidos



B. Creación de empleo neto en los Estados Unidos



C. Peticiones de seguro de desempleo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

La fuerte demanda de las economías emergentes de Asia, en especial de China, y las tensiones políticas recientes en Oriente Medio y el norte de África explican gran parte de las presiones sobre los precios del petróleo. Si bien las cotizaciones del crudo registraron una caída a finales de abril de 2011, estos permanecerán relativamente elevados y por encima del promedio de 2010. La utilización de la capacidad instalada en la industria petrolera (Gráfico 5) se encuentra por encima de su nivel promedio de las últimas cinco décadas, lo cual limita aumentos adicionales en la oferta. Esta situación se atribuye en parte al conflicto en Libia, el cual ha retirado 1.500 miles de barriles por día (MBD), y ha obligado a países como Arabia Saudita a aumentar su oferta de crudo.

Otros obstáculos a la recuperación económica son el mercado laboral y el de la vivienda. Después de la pérdida de alrededor de 8,8 millones de empleos durante la crisis, en 2010 el empleo del sector privado se expandió en un poco más de un millón. En 2011 la tendencia decreciente en la tasa de desempleo se interrumpió y en los últimos

meses presentó leves incrementos, causados por el ingreso de nuevas personas al mercado laboral y por una baja creación de empleo (Gráfico 6).

La mayor tasa de desempleo se presenta en la actividad de la construcción, sector que todavía registra un exceso de viviendas para la venta, una tendencia decreciente en los precios y un incipiente nivel de crédito hipotecario, hechos que disminuyen las perspectivas de alguna recuperación cercana en esta actividad (Gráfico 7).

El sector público, que había registrado las mayores tasas de ocupación, en los últimos meses generó el mayor número de desempleados como consecuencia de los recortes en el gasto. El Gobierno ya ocupó la mayor parte del déficit aprobado por el Congreso para el presente año (USD1,4 trillones) y de no ampliarse el techo del endeudamiento, el sector público tendría que recortar su gasto a partir de agosto.

La preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda pública abrió el debate de los futuros ajustes fiscales. La falta de consenso en este tema ha deteriorado la confianza en los mercados internacionales y generado un aumento en la prima de riesgo estadounidense, la cual se ubica por encima de los niveles precrisis (Gráfico 8).

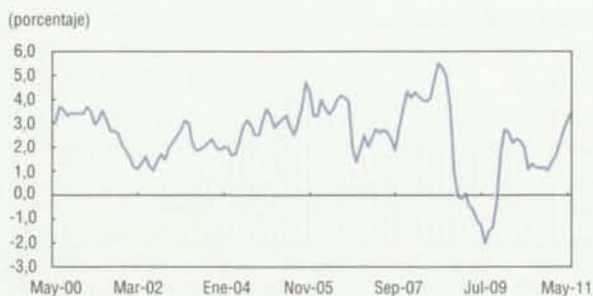
Con este panorama macroeconómico, la Fed redujo su rango de estimación de crecimiento para el último trimestre de 2011: desde 3,1%-3,3% (t/a) a 2,7%-2,9% (t/a). En el caso del FMI, su pronóstico para todo 2011 pasó de 2,8% a 2,5%; se espera que a dicho crecimiento contribuyan principalmente el consumo, las exportaciones y la inversión no residencial del sector privado.

En cuanto a la inflación, tanto la total como la básica han registrado una aceleración importante en lo corrido del año (Gráfico 9). Pese a ello, es factible que este repunte sea transitorio. En primer lugar, porque el traspaso de los aumentos de precios internacionales de productos básicos al índice de precios al consumidor (IPC) de los Estados Unidos ha sido bastante

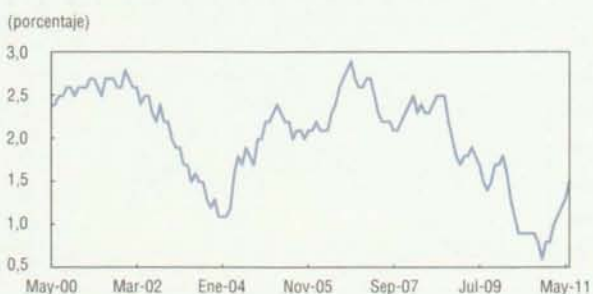


Gráfico 9

A. Inflación en los Estados Unidos



B. Inflación básica en los Estados Unidos



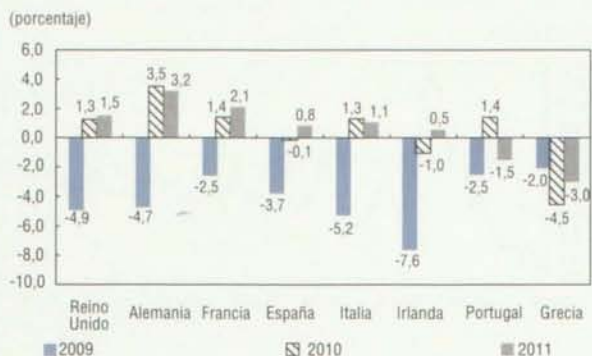
Fuente: Bloomberg

bajo en las últimas décadas. Adicionalmente, la presión de los altos precios de las materias primas también está siendo compensada por la estabilidad en los costos laborales unitarios, al tiempo que las expectativas de inflación no se han incrementado significativamente. Por tanto, el resultado más probable es que el reciente aumento de los precios de las materias primas y sobre todo del petróleo dará lugar a un aumento temporal y relativamente bajo en la inflación. Esta proyección de inflación bajo control y de menor crecimiento económico eleva la probabilidad de que en 2011 la tasa de interés de la Fed siga siendo baja.

2. Europa

La zona del euro se recupera de la recesión más profunda desde su creación, aunque continúan las disparidades en términos de actividad económica. En 2010 el PIB de la región creció 1,7% después de haberse contraído 4,1% en 2009. En lo corrido de 2011 los pronósticos de crecimiento han mejorado progresivamente, explicados principalmente por las buenas cifras de Alemania y Francia. Por el contrario, los peores pronósticos de actividad económica son los de Grecia, Portugal e Irlanda, países con los mayores problemas en su sostenibilidad fiscal. En el neto

Gráfico 10
Crecimiento del PIB



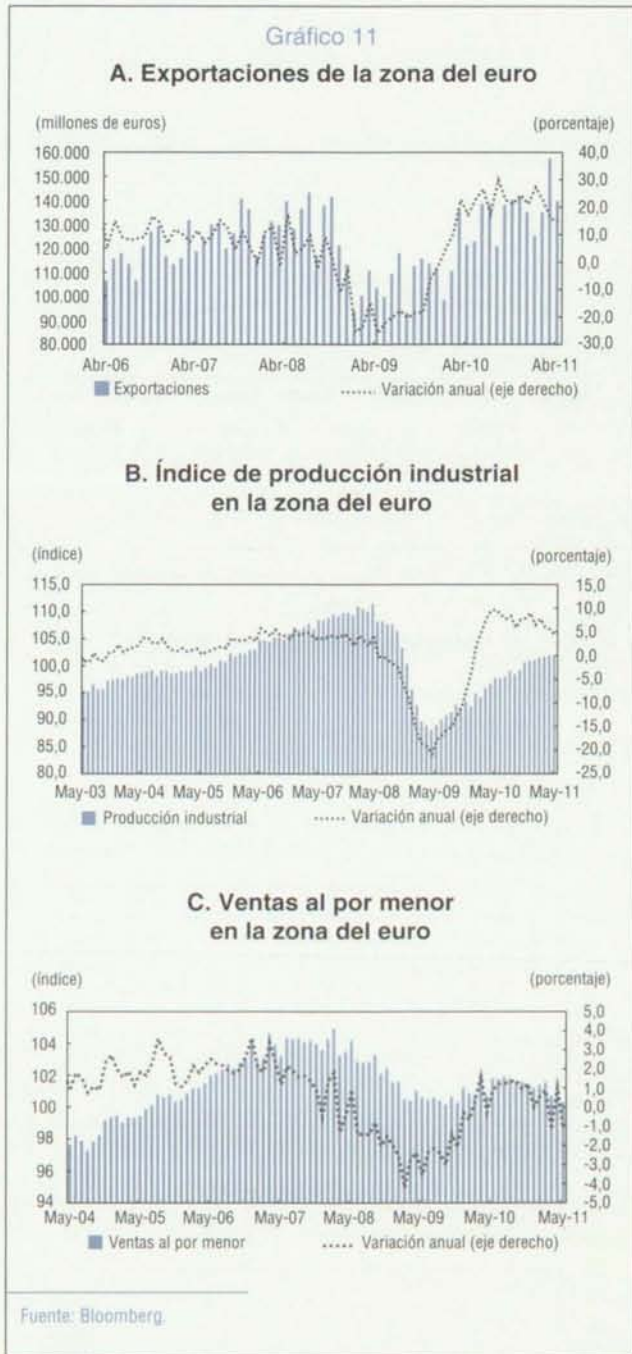
Fuente: FMI

se espera que el crecimiento de las economías europeas para este año se encuentre en terreno positivo (Gráfico 10).

Para el primer trimestre de 2011 los indicadores económicos reportados muestran que la recuperación continúa, incentivada principalmente por el sector externo. Las exportaciones registraron una tasa de crecimiento cercana al 20%: en España 30% y en Alemania y Francia 15%³. La actividad industrial se ha expandido alrededor del 5%, resultado que se atribuye en su mayoría al gran dinamismo de la economía alemana. Con excepción de Francia, las ventas al por menor se han estancado en los niveles de hace un año (Gráfico 11).

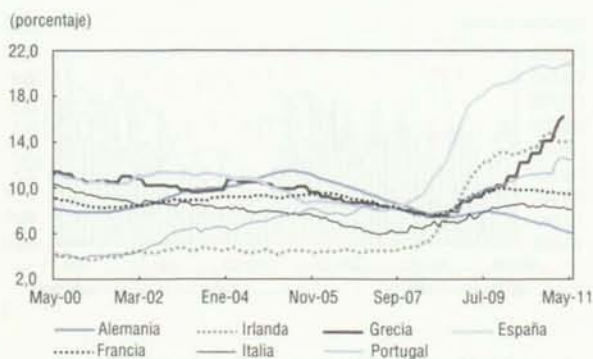
En cuanto al mercado laboral, la actividad económica en Alemania y Francia ha permitido reducciones significativas en la tasa de desempleo. Situación contraria a los países de la periferia, donde las tasas de desempleo se ubican en niveles máximos, especialmente en España e Irlanda (Gráfico 12).

A pesar de la debilidad de la recuperación en la zona del euro, en abril y posteriormente en julio el Banco Central Europeo (BCE) incrementó en 25 pb su tasa de referencia. Las presiones al alza sobre la inflación debido al aumento en los precios de la energía y las materias primas impulsaron esta decisión (Gráfico 13). De acuerdo con el BCE, mantener las expectativas ancladas es un prerrequisito para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo a la expansión del producto y a la recuperación del mercado laboral. De todos modos, la política monetaria continuará siendo expansiva a lo largo de 2011. Para el resto del año



³ Cuando se habla del total de las exportaciones de la zona del euro (Gráfico 11) se refiere a las ventas externas con países distintos a la zona. Por el contrario, los datos individuales de exportación de cada país europeo (España, Alemania y Francia) sí incluyen las ventas entre ellos.

Gráfico 12
Desempleo en Europa



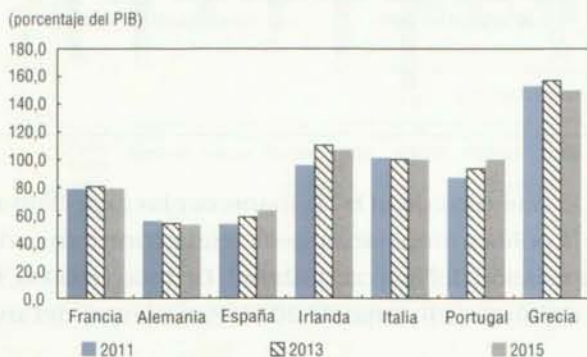
Fuente: Eurostat.

Gráfico 13
Inflación en la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14
Deuda pública neta



Fuente: FMI.

los analistas prevén un aumento adicional en la tasa de referencia; claro está, esto dependerá de cómo evolucione la situación de la deuda pública griega.

Los riesgos más grandes para el crecimiento de esta región son los problemas de deuda pública y la estabilidad del sistema financiero. Esto ha llevado a que los países con mayores dificultades fiscales establezcan planes de ajuste que van en detrimento de la recuperación a corto plazo, pero que deberán permitirles una mayor estabilidad macroeconómica a largo plazo (Gráfico 14). La Comisión Europea y el BCE sostienen que un fuerte programa de privatización, mayor austeridad y nuevas reformas, así como otra dosis de ayuda de la Unión Europea (UE) podrían solventar la crisis de la deuda.

En lo corrido del año Portugal se vio en la necesidad de solicitar un rescate ante el FMI y la UE, después de que el congreso de ese país no aprobase los planes de austeridad fiscal en dicho país. Esta situación elevó considerablemente su prima de riesgo, lo cual se tradujo en un aumento en el costo de la deuda de corto y largo plazos.

A inicios de junio la incertidumbre en la zona aumentó. El creciente descontento de la población en Grecia, la falta de consenso sobre los programas

de ajuste fiscal, la lentitud en su aplicación, especialmente en la venta de activos, y los pobres resultados en términos de reducción del déficit público incrementaron a niveles exorbitantes el costo de la deuda griega.

Para las calificadoras de riesgo la probabilidad de no pago por parte de Grecia es alta, y la única forma de que esta economía pueda cumplir con sus obligaciones es que el FMI y la UE le aprueben un nuevo plan de salvamento, el cual está sujeto a

la consolidación y ejecución de los planes de ajuste fiscal. De darse un no pago por parte de Grecia se podría desestabilizar nuevamente el sistema financiero mundial y se amenazaría la recuperación en los próximos años. En este contexto, los seguros de la deuda pública siguen aumentando y países como España y Portugal se han visto obligados a colocar deuda a tasas altas (Gráfico 15).



3. *Japón*

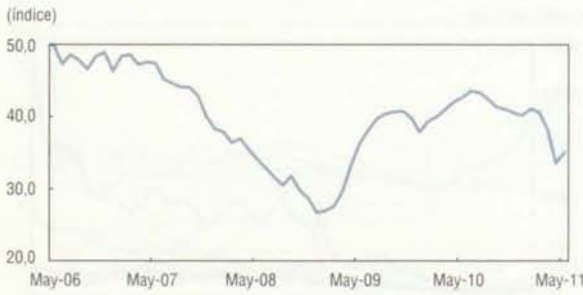
El desastre natural y la posterior crisis nuclear ocurridos en Japón a mediados de marzo de 2011 dieron lugar a grandes pérdidas de infraestructura y capacidad instalada en esta economía. La acción rápida por parte del Gobierno y del banco central ayudaron a mitigar el daño inicial de la tragedia, a pesar de que continúan sus consecuencias sobre su capacidad de producción y sobre la economía mundial.

La producción industrial se vio afectada por la destrucción física de la infraestructura, los cortes de electricidad y el efecto dominó hacia algunos sectores productivos de las cadenas de suministro, principalmente la industria automotriz y de tecnología. Al tiempo, la confianza de los consumidores y empresarios se deterioró fuertemente, dado el tamaño y la duración de las interrupciones en la actividad y los problemas de radiación que han seguido a la crisis en la planta nuclear de Fukushima (Gráfico 16).

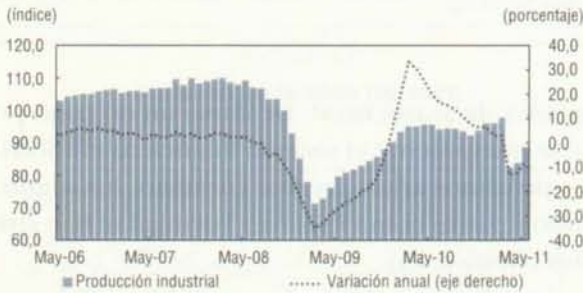
Para 2011 se espera que el crecimiento de la demanda interna privada disminuya como consecuencia del deterioro en la confianza de los consumidores y del aumento en las importaciones de fuentes de energía como petróleo y carbón. Dicha contracción se verá compensada, en parte, por el mayor gasto público, especialmente en infraestructura. De acuerdo con el FMI, se espera que para el 2011 el crecimiento pase de 4,0% en 2010 a -0,7%.

Gráfico 16

A. Índice de confianza del consumidor en Japón



B. Índice de producción industrial de Japón



Fuente: Bloomberg.

El incremento en el gasto del Gobierno implica una incertidumbre adicional para los mercados financieros mundiales, ya que parte de este mayor gasto tendrá que financiarse con deuda. En la actualidad la deuda de Japón como porcentaje del PIB es cercana al 200%, concentrada principalmente en manos de residentes y colocada a unas tasas de interés internas bajas. Si el ahorro de los japoneses no alcanza a financiar el déficit del gobierno, este tendrá que financiarse en el extranjero a una mayor tasa, lo cual podría traer implicaciones sobre la sostenibilidad de la deuda.

De otro lado, también se espera que la política monetaria apoye la actividad económica en el corto plazo. El Banco de Japón actuó con decisión para garantizar la estabilidad de los mercados financieros tras el terremoto. La

expansión de su balance en más del 10% mediante inyecciones de liquidez a corto plazo, y el haber duplicado el tamaño del programa de compra de activos financieros han permitido estabilizar el sistema financiero y reducir la percepción de riesgo.

B. Evolución de las economías emergentes

Para varias economías emergentes los retos de la política económica se centran en evitar los riesgos de crecimientos no sostenibles, producto de las condiciones financieras externas favorables, del estímulo de la política macroeconómica y, en algunos casos, de la mejora de los términos de intercambio. Estos riesgos se manifiestan en una combinación de mayor inflación, ampliaciones de los déficits en cuenta corriente y fuertes aumentos del crédito y de los precios de los activos. Aunque la mayoría de los países han comenzado a retirar los estímulos adoptados durante la crisis, algunos podrían estar rezagados en la normalización de las políticas monetarias y fiscales. Igualmente, se deben seguir reforzando las medidas macroprudenciales para contener el excesivo crecimiento del crédito y evitar la formación de burbujas en los precios de los activos.

1. América Latina

El crecimiento anual de 6,1% experimentado por la economía de América Latina en 2010 es el resultado de tasas superiores al 7,5% en Paraguay, Argentina, Perú y Brasil, entre otros, y mayores al 4% en México, Chile y Colombia. Estas cifras confirman la fortaleza generalizada de la recuperación en la región.

El crecimiento estuvo sustentado en la dinámica de la demanda interna, que aportó en el último trimestre 7,7 pp a la expansión del PIB, mientras que la demanda externa mantuvo su aporte negativo (-2,4 pp). Por su parte, el consumo privado conservó una notable fortaleza; a diferen-

cia de lo ocurrido en la primera mitad de año, se presentó cierta moderación en la formación bruta de capital y un menor aporte del ciclo de existencias (Gráfico 17).

Por el lado del sector externo, en el cuarto trimestre las importaciones crecieron a un mayor ritmo que las exportaciones⁴. A pesar de ello, el aumento de los términos de intercambio⁵ permitió que la balanza comercial de la región mantuviera un superávit cercano al 2% relativo al PIB regional.

La recuperación en América Latina está ocurriendo a dos velocidades (Gráfico 18); por un lado, América Central mantiene una brecha del producto negativa y continúa luchando con los efectos de la crisis económica de 2008, por lo que se espera que la región crezca por debajo del 2% este año. Por el otro, la mayoría de economías de América del Sur se han visto beneficiadas por factores externos y por los estímulos de las políticas monetarias y fiscales a raíz de la crisis financiera mundial. Aunque dichos estímulos han empezado a retirarse, todavía son expansivos y por ello se espera que estos países crezcan en promedio 5%.

La fuente de la divergencia en las tasas de crecimiento radica en la posición de cada país frente a las condiciones económicas externas actuales. Mientras que México y muchas de las economías centroamericanas y del Caribe comparten lazos comerciales



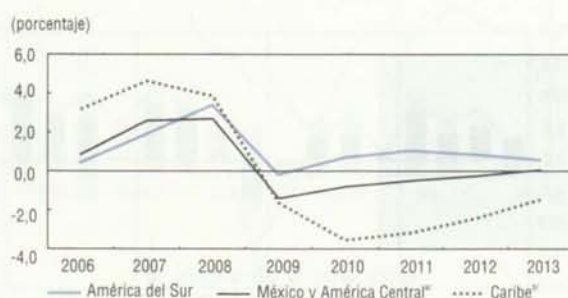
⁴ Más de 23% para las importaciones y cerca de 11% las exportaciones.

⁵ Cerca de un 20% en la región para 2010.

Gráfico 18
América Latina y el Caribe

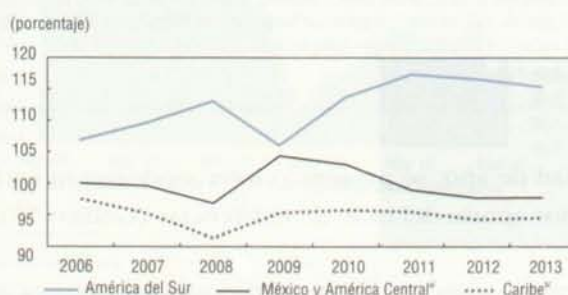
A. Brechas del producto

(porcentaje del PIB potencial; promedio simple por región)



B. Términos de Intercambio

(2005 = 100, promedio simple por región)



a/ América Central incluye a República Dominicana y Panamá.

b/ El Caribe excluye a República Dominicana.

Fuente: FMI.

muy fuertes con los países industriales, son en su mayoría importadores netos de productos básicos, tienen una dependencia relativamente alta de las remesas y han enfrentado un incremento en la violencia recientemente. Por su parte, la mayoría de economías suramericanas son exportadoras netas de productos básicos, tienen una exposición al comercio internacional relativamente alta con los mercados emergentes⁶ y presentan una menor dependencia de las remesas de los países industrializados.

En cuanto al grupo de los países centroamericanos y México, la mejora del desempeño de la economía estadounidense está produciendo efectos positivos en el crecimiento; sin embargo, las perspectivas desalentadoras del empleo, particularmente en el sector de la construcción, continuarán frenando la recuperación de las remesas que los trabajadores envían a esas economías y que aún se encuentran

por debajo de los niveles previos a la crisis. Del mismo modo, se espera que el crecimiento del turismo se mantenga moderado, ya que está vinculado a las condiciones laborales tanto de Europa como de los Estados Unidos.

En México la recuperación ha estado favorecida por la salida de la crisis de la economía estadounidense, y más recientemente por el repunte de la demanda interna propiciado en parte por las condiciones de financiamiento externo. El producto creció cerca de 5,5% en 2010 y se prevé que la brecha de producto mexicana continuará cerrándose a un ritmo acelerado este año.

⁶ Cabe señalar que si bien la creciente diversificación geográfica de los destinos de exportación es un hecho positivo, ello ha ocurrido a expensas de una mayor dependencia de las materias primas.

Por otro lado, para las economías latinoamericanas que se benefician del contexto externo actual el crecimiento del PIB real se ha moderado, pero aún es robusto, impulsado por una fuerte demanda privada. En las principales economías de la región las brechas de producto se han cerrado o se están cerrando rápidamente, y están surgiendo presiones de recalentamiento. La inflación está aumentando, los déficits de cuenta corriente están creciendo y en algunos países el crédito y el precio de los activos están subiendo rápidamente.

En la mayoría de los países el fuerte crecimiento de la demanda privada se ha reflejado en una expansión del déficit en cuenta corriente. En 2010 la región registró un déficit en cuenta corriente agregado del 0,7% del PIB con notables divergencias entre economías (Gráfico 19). En algunos países (por ejemplo Brasil) se registró un importante deterioro, sobre todo por el comportamiento de la balanza de servicios. La cuenta de capital ha sido más que suficiente para financiar el déficit de cuenta corriente, situación que ha fortalecido las monedas, a pesar de la intensa acumulación de reservas en la región. En algunos países los flujos de inversión extranjera directa (IED) se han recuperado, aunque la estructura de financiación ha empezado a mostrar una mayor dependencia de flujos considerados como menos estables.

En 2010 los flujos brutos de capital hacia la región alcanzaron un nuevo máximo —más de USD250 miles de millones (mm)—, aumentando significativamente su participación en términos relativos sobre el total de flujos a economías emergentes. Se prevé que esta dinámica continúe mientras persistan las condiciones actuales: tasas de interés internacionales bajas, poca aversión al riesgo y perspectivas relativamente débiles en las economías avanzadas. A diferencia de lo ocurrido en el pasado, los flujos de IED no son predominantes y los flujos de deuda e inversión de cartera han ganado participación (Gráfico 20). Este cambio en la composición de los flujos de capital plantea nuevos retos macroeconómicos en la región, ya que además de fortalecer las monedas, puede acelerar el crédito y llevarlo a niveles no compatibles con la estabilidad macroeconómica.

El flujo de capitales, los altos precios internacionales de los productos básicos, el menor nivel de riesgo en la región y la abundancia de dólares derivada del relajamiento monetario en las economías desarrolladas han fortalecido las monedas en muchos países emergentes. En el corrido de 2011 las tasas de cambio de las principales economías

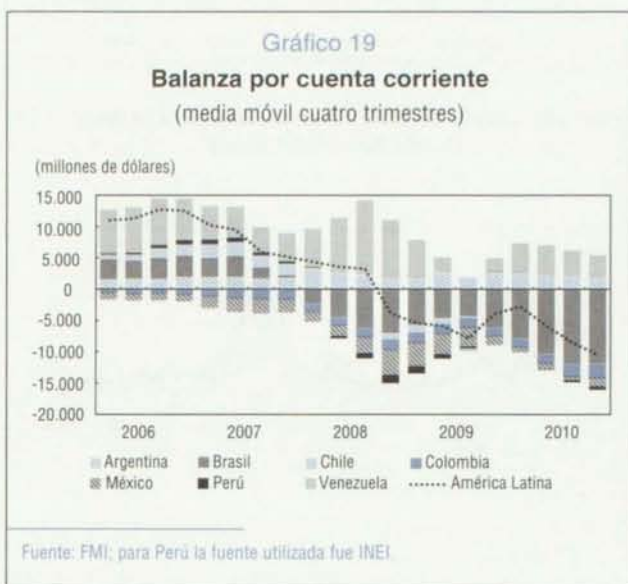
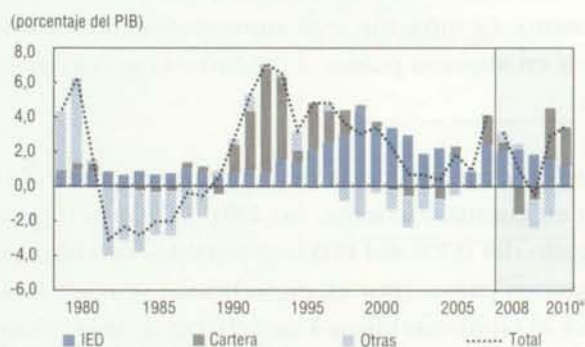


Gráfico 20
América Latina: entrada neta de capitales
 (1980 al III trim. de 2010)



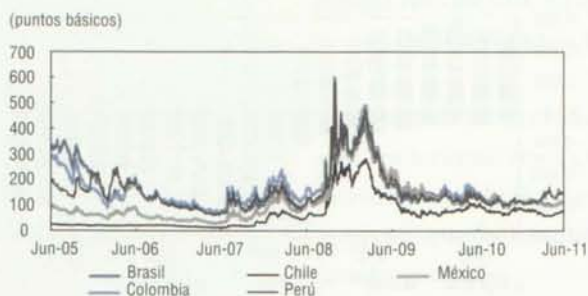
a/ Las primeras cuatro barras presentan los dos semestres de 2008 y 2009. La barra final presenta el promedio correspondiente del I trim. al III trim. de 2010. Es posible que los flujos totales no sean iguales a la suma de los componentes individuales debido a falta de datos sobre los componentes en algunas economías.

Fuente: FMI.

Gráfico 21
A. Índices de tasa de cambio nominal



B. Credit default swap de algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg

latinoamericanas registraron apreciaciones significativas (Gráfico 21).

Durante buena parte de 2010 el crecimiento del crédito se aceleró, expandiéndose a tasas reales anuales entre 10% y 15% en promedio, tendencia que se ha mantenido en 2011 (Gráfico 22). Ello se ha dado junto con un precio de la vivienda que permanece en niveles elevados luego de incrementos significativos. Además, el crédito ha evolucionado de manera desigual en los distintos sectores; la cartera comercial y de consumo, que registró una reducción más fuerte en sus tasas de crecimiento durante la crisis, se está recuperando con rapidez. El crédito hipotecario, que no se vio muy afectado durante la recesión internacional y es relativamente pequeño⁷ en algunos países, continúa expandiéndose a un ritmo acelerado, sobre todo en Brasil, Colombia y Perú.

Los precios de la vivienda en moneda nacional y en dólares han aumentado fuertemente en los últimos años, y la crisis tuvo solo un efecto leve y transitorio sobre los valores. En 2010 el incremento de los precios de la vivienda fue un poco más rápido que el registrado en las economías emergentes de Asia, pero mucho más lento que el observado en las economías

⁷ Alrededor de 4% del PIB, en comparación con 20% en Chile.

emergentes de Europa en los años previos a la crisis. De igual forma, en 2010 las ganancias bursátiles fueron importantes, aunque en lo corrido de 2011 se observaron correcciones igualmente notables (Gráfico 23).

Si bien los sistemas bancarios siguen siendo sólidos y el apalancamiento del sistema bancario se mantiene estable (Gráfico 24), los pasivos externos han aumentado en algunos países. Los indicadores tradicionales todavía no sugieren la presencia de auges crediticios ni muestran señales claras de formación de burbujas en el precio de los activos, pero aun así es necesario fortalecer la supervisión financiera y extender el monitoreo para que abarque al sector empresarial, donde el endeudamiento también está en aumento⁸.

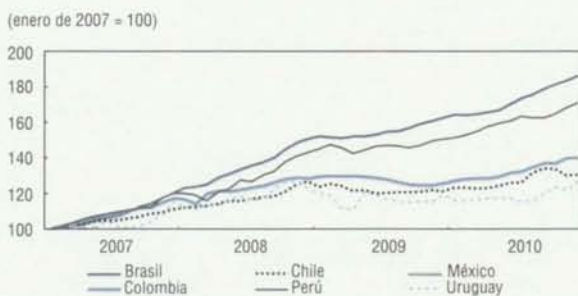
En este entorno el FMI pronostica una moderación del crecimiento del PIB real de la región a 4,6% en 2011. El motor seguirá siendo la demanda interna, en consonancia con un deterioro del déficit en cuenta corriente. Este escenario supone un retiro considerable del estímulo de las políticas macroeconómicas y una desaceleración del aumento de la demanda privada.

Los países exportadores de materias primas de América del Sur seguirán liderando la expansión. El FMI proyecta un crecimiento de 4,1% para Brasil, de 5,9% en Chile, 7,5% para Perú y 4,6% para Colombia. Se estima que la recuperación tomará fuerza en gran parte de los países de América Central y el Caribe, de los cuales se espera que crezcan alrededor de 4%; para México se pronostica una expansión de 4,7%.

⁸ De acuerdo con el FMI, se debería estudiar en profundidad la adopción de medidas prudenciales para evitar una prociclicidad excesiva del crédito y robustecer los sistemas de información para poder detectar riesgos sistémicos en sectores de la vivienda y empresarial.

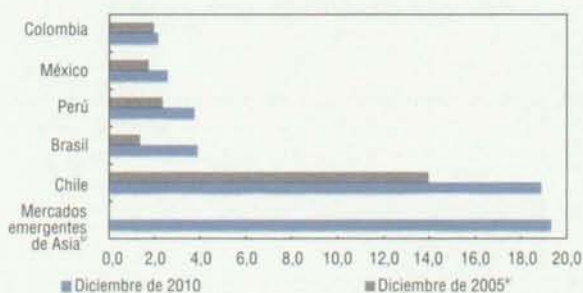
Gráfico 22

A. Crédito real al sector privado



B. Economías emergentes: crédito hipotecario

(porcentaje del PIB)



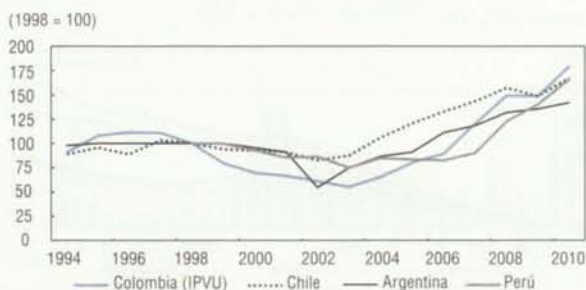
a/ En el caso de Colombia, diciembre de 2006.

b/ Promedio simple de Corea, Indonesia, Filipinas, Malasia, Taiwán (provincia de China) y Tailandia.

Fuente: FMI.

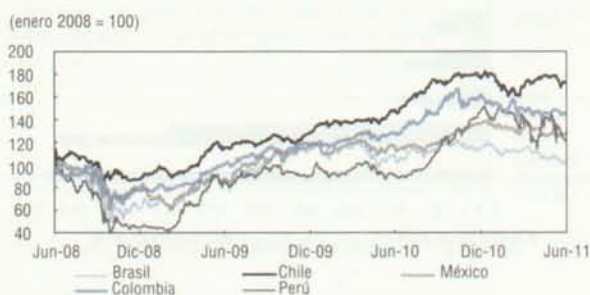
Gráfico 23

A. Índices de precios de la vivienda en dólares



Fuentes: bancos centrales y Reporte Inmobiliario.

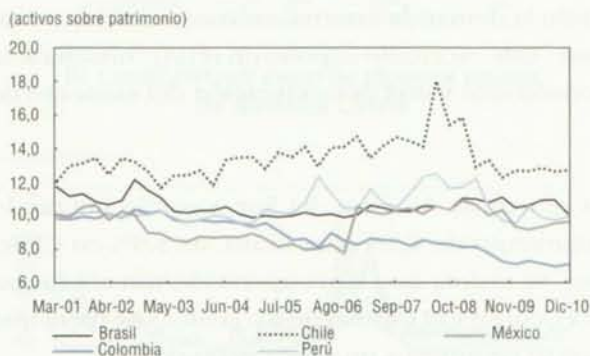
B. Índices de bolsas de valores de algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 24

Apalancamiento en algunos países de América Latina



Fuentes: bancos centrales y superintendencias financieras.

En materia de inflación se proyecta que seguirá subiendo este año en gran parte de América Latina. Esto se debe a presiones de demanda en algunos países y a los efectos del aumento de precios de alimentos y combustibles. La inflación ya ha mostrado una tendencia alcista, pero todavía se ubica cerca del objetivo o dentro del rango fijado como meta en la mayoría de los países. En algunas economías el aumento de precios se ha extendido al sector de servicios y están afectando tanto las expectativas como la inflación básica. Esto ha ocurrido especialmente en aquellos países donde el mercado laboral presenta condiciones más ajustadas (Gráfico 25). En este contexto, varios bancos centrales han elevado las tasas de política monetaria de forma gradual, a partir de niveles bajos (Gráfico 26).

En Brasil, por ejemplo, tras una pausa de cuatro meses a finales del año pasado, en enero de 2011 el banco central reinició sus aumentos en el tipo de interés, y a junio lo situó en 12,25%⁹. Desde el inicio del ciclo alcista se han acumulado 300 pb. Este aumento, que resulta moderado, se ha complementado con un amplio conjunto de medidas de tipo macroprudencial, orientado a contener la apreciación del tipo de cambio y la expansión del crédito.

⁹ Históricamente Brasil ha registrado tasas de interés reales altas y mayores a las de los países de la región. Esto en parte es consecuencia de un déficit de ahorro en la economía, episodios recientes de default, miedo a la inflación y distorsiones en el sector bancario.

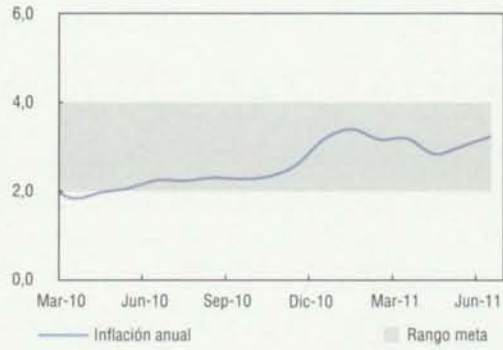
Gráfico 25

Inflación en algunos países de América Latina
(porcentaje)

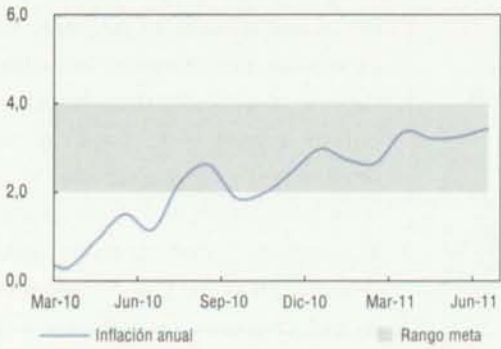
A. Perú



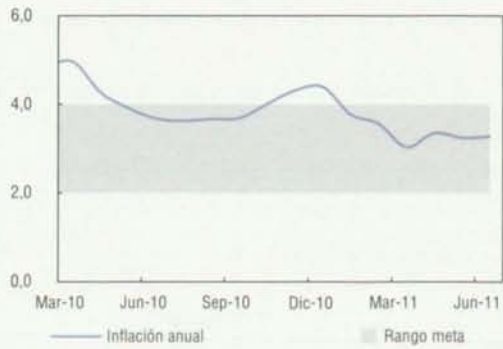
B. Colombia



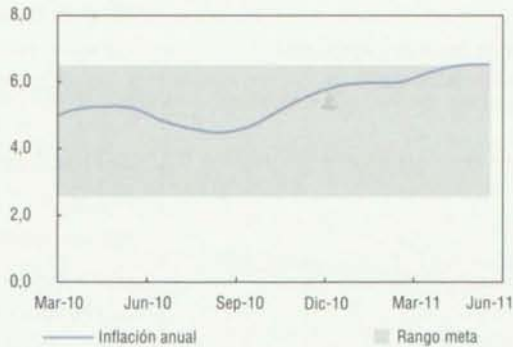
C. Chile



D. México

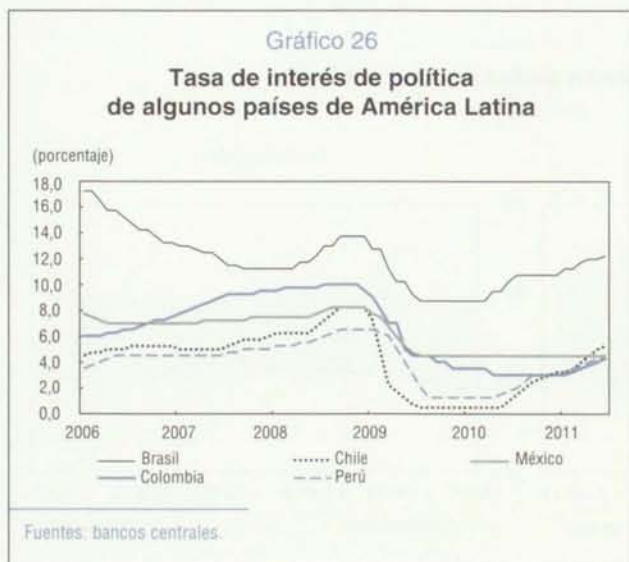


E. Brasil



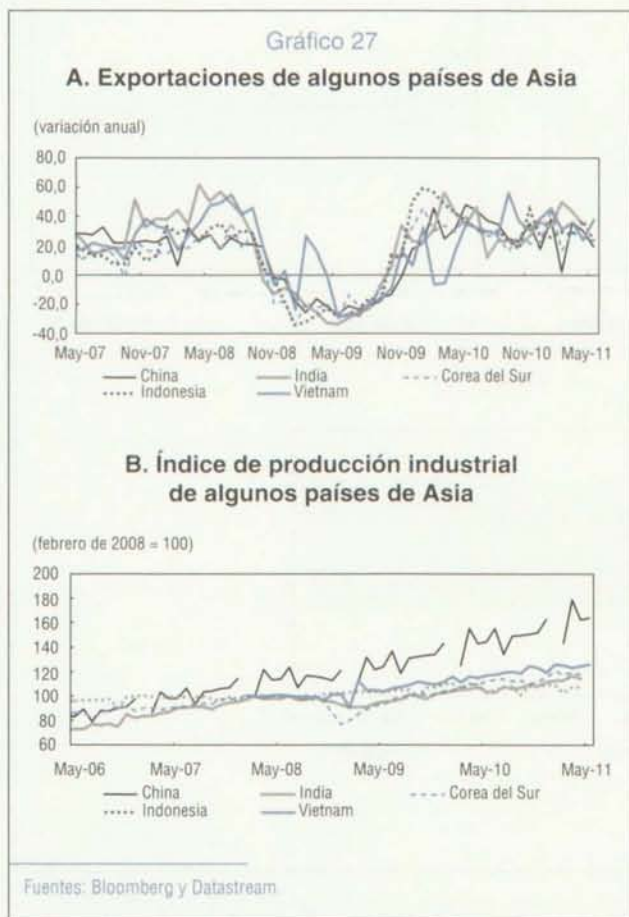
Fuentes: bancos centrales.

En Perú la tasa de interés de política se situó en 4,25% en mayo, lo que supone un incremento acumulado de 300 pb en el ciclo actual, al tiempo que ha aumentado el encaje bancario. Finalmente, entre los países con objetivos de inflación tan solo México mantuvo el tipo de interés oficial estable (en 4,5%).



2. Países emergentes de Asia

En Asia en su conjunto la recuperación ha continuado a una gran velocidad, impulsada por el crecimiento de las exportaciones y la demanda interna. Por un lado, las exportaciones se han beneficiado del ciclo de inversión mundial, así como de la fuerte demanda final de las economías emergentes en Asia y otras regiones. Por el otro, la demanda interna también es vigorosa, reflejo de una política fiscal todavía expansiva, así como la creciente demanda privada. La inversión está siendo impulsada por la necesidad en muchos países asiáticos de superar las limitaciones de capacidad y la construcción de infraestructura. El consumo, por su parte, está siendo jalonado por el aumento del empleo, los salarios y la productividad.



El crecimiento de las exportaciones asiáticas en maquinaria y equipo ha sido fuerte, estas representan alrededor del 60% del total de las exportaciones de la región¹⁰. Estas ventas externas de aparatos electrónicos se han favorecido por la tendencia al aumento en la participación de estos productos en el consumo personal, principalmente en los Estados Unidos. Todo ello ha estimulado la producción industrial en Asia (Gráfico 27). De

¹⁰ A pesar de que la recuperación económica mundial ha sido relativamente lenta, la inversión en maquinaria y equipo ha experimentado un crecimiento fuerte en las economías avanzadas, sobre todo en los Estados Unidos.

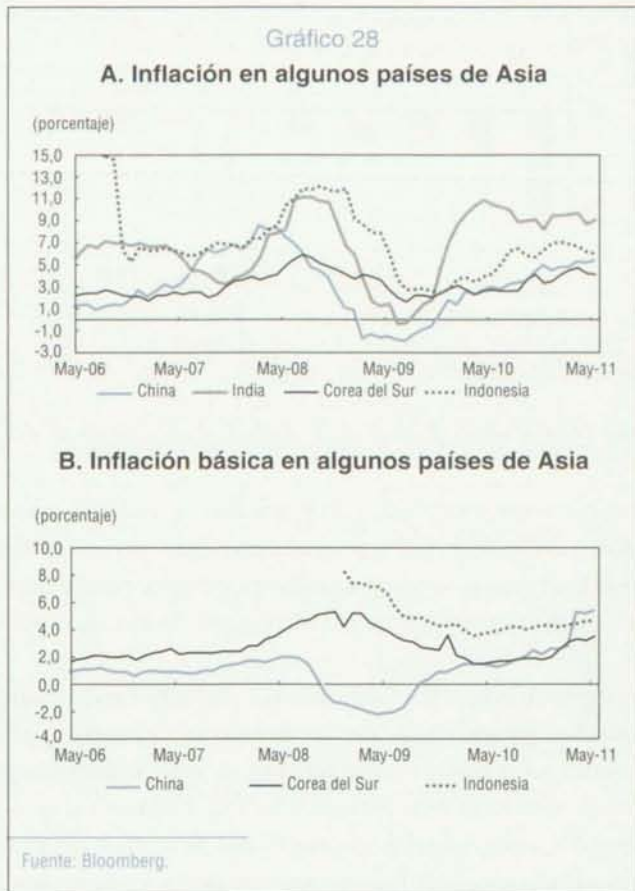
forma similar, las ventas al por menor han seguido creciendo a tasas de dos dígitos en China y otros países emergentes de Asia, impulsadas por la confianza del consumidor y un fuerte aumento de los salarios reales.

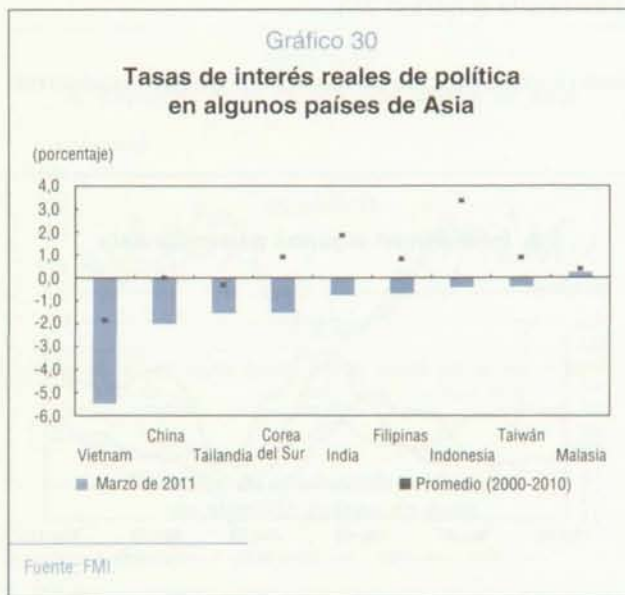
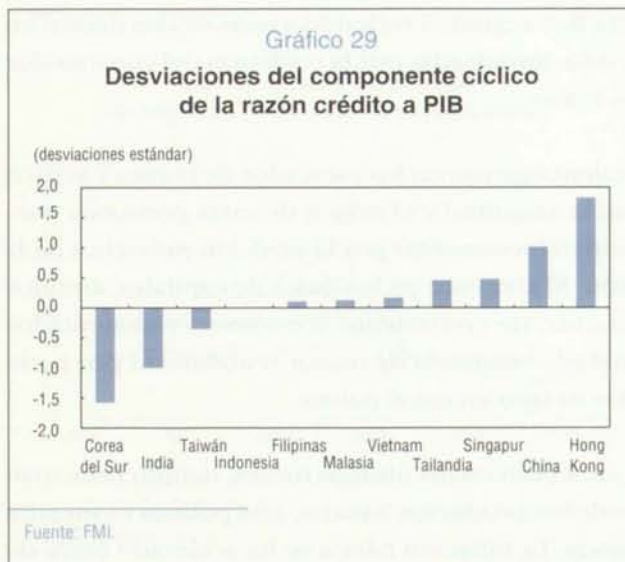
Sin embargo, nuevos riesgos de recalentamiento en los mercados de bienes y activos han surgido en la región. Pese a que la magnitud y el origen de estas presiones pueden variar entre países, estos se podrían incrementar por la posición procíclica de la política monetaria y fiscal en la región. El aumento en los flujos de capitales, atraídos por las buenas perspectivas en términos de crecimiento económico y alimentados por una abundante liquidez mundial y la búsqueda de mayor rentabilidad por parte de los inversionistas, acentuarían los riesgos en estos países.

La inflación total y la básica se han acelerado en los últimos meses, debido principalmente a un aumento de los precios de los productos básicos, una política monetaria expansiva y a presiones de la demanda. La inflación básica se ha acelerado cerca de 0,5 pp en la región en su conjunto y aún más en las economías que registran altas tasas de utilización de la capacidad instalada (Gráfico 28).

El crédito también se ha acelerado unido a unos precios de los activos que se encuentran en niveles elevados. El crédito registra un crecimiento importante en varios países de la región y ha llevado a que China y Hong Kong se sitúen en 1,0 y 1,5 desviaciones estándar, respectivamente, por encima de su nivel de tendencia (Gráfico 29). En China el precio de la vivienda acumula varios años con crecimientos nominales cercanos a 15%. Una situación similar ocurre en Hong Kong y Taiwán. Esto ha llevado a que la razón precio-renta en estos países se ubique en más de 1,5 desviaciones estándar por encima de los promedios históricos. Por otro lado, en el mercado de acciones y bonos hay menos indicios de valoraciones por fuera de lo normal, especialmente después de la moderación desde principios de 2011.

A pesar del cambio de postura en la política monetaria en algunas





economías de la región, las tasas de interés se mantienen muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis y de sus promedios de la última década. En particular, las tasas de interés reales siguen siendo negativas en la mayoría de las economías de la región (Gráfico 30). Al tiempo, la política fiscal continúa siendo relativamente expansiva. Las demoras en el ajuste de la política monetaria y fiscal podrían favorecer la creación de desbalances macroeconómicos e implicarían ajustes más fuertes en el futuro. Incluso si los signos de recalentamiento no son claros, mantener tasas de interés reales bajas durante largos períodos de tiempo podría contribuir a la inestabilidad financiera, mediante un deterioro de la calidad del crédito, mayor apalancamiento, y la formación de burbujas en los precios de los activos.

En este contexto, las perspectivas económicas a corto plazo son favorables, con un crecimiento en la región de Asia emergente que se situará, en promedio, en 8,4% en 2011. Se espera que el

crecimiento esté liderado por China e India, cuyas economías se prevé que se expandirán en 9,6% y 8,2%, respectivamente, en los próximos dos años. Dicho crecimiento tendrá efectos secundarios importantes para otros países de la región (y el mundo), en particular mediante la demanda de productos básicos.

En conclusión, los indicadores de actividad económica observados en 2011, junto con los pronósticos de crecimiento, muestran una demanda externa que se incrementa a un buen ritmo, aunque a tasas menores que las registradas en 2010 y en un contexto de mayor incertidumbre. Existen riesgos importantes a la baja, tales como nuevos aumentos en el precio del petróleo, un deterioro en la situación de Europa y una recuperación más lenta que la prevista en los Estados Unidos y Japón. De igual

forma, demoras en el retiro de políticas fiscales y monetarias expansivas en los países de Asia emergente podría contribuir a generar niveles de crecimiento insostenibles en dichos países. Se espera que los términos de intercambio permanezcan elevados como resultado de la fuerte demanda interna en Asia. En lo que resta del año las tasas de interés pueden ser conducidas hacia terrenos menos expansivos, sobre todo en los países emergentes.

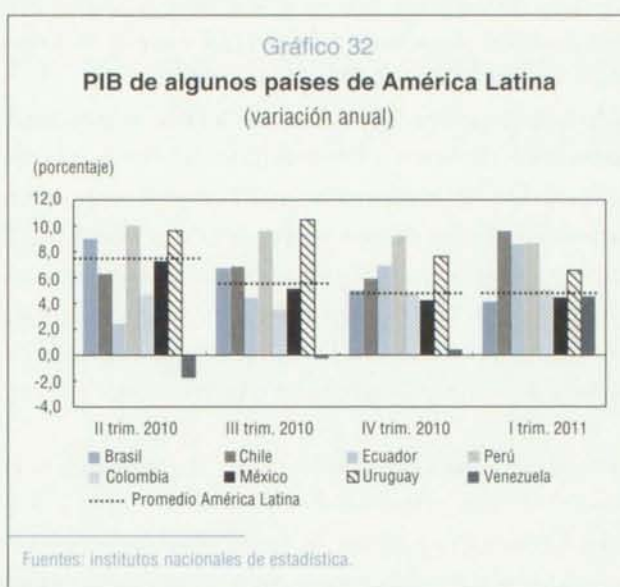
II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS Y PERSPECTIVAS AÑO 2011

A. Actividad económica

En lo corrido de 2011 la información disponible sobre el sector real señala que la economía colombiana crece a un ritmo superior al observado el año anterior. En los tres primeros meses del año el PIB aumentó 5,1% en términos anuales (Gráfico 31), tasa superior a la registrada en promedio en 2010 (4,3%) y a la observada al finalizar dicho año (4,8% en el cuarto trimestre).

Comparado con el de otros países latinoamericanos, el crecimiento del primer trimestre resultó un poco mayor que el del promedio de la región, hecho que no ocurría desde hace varios trimestres (Gráfico 32). Si esta tendencia se consolida, la economía colombiana podría alcanzar una posición destacada en materia de crecimiento en el presente año.

Al igual que en 2010, en los primeros meses de 2011 la economía colombiana se ha beneficiado por términos de intercambio favorables y una gran entrada de flujos de capitales,



los cuales se han reflejado en una buena dinámica de la demanda interna del sector privado.

Otro factor es la alta disponibilidad de préstamos, junto con unas tasas de interés reales de crédito que se mantienen aún en niveles bajos con respecto al promedio observado desde finales de los años noventa. Ello ha impulsado principalmente la compra de bienes durables y la inversión en bienes de capital. Igualmente, las mejorías relativas registradas en el mercado laboral resultan favorables, especialmente en el segmento asalariado, que han tendido a fortalecer la demanda privada. Por último, el amplio financiamiento externo a tasas de interés bajas, las cuales se redujeron aún más con el otorgamiento de grado de inversión a la deuda soberana por parte de las firmas calificadoras de riesgo.

Aunque se proyecta que los anteriores elementos seguirán dinamizando a la economía colombiana durante todo 2011, existen algunos riesgos sobre el crecimiento interno que se deben tener en cuenta. Los más sobresalientes provienen del ámbito externo. Principalmente, los graves problemas de deuda de algunos países europeos han generado nerviosismo en los mercados financieros y podrían provocar caídas en la confianza, restricciones de crédito y un descenso en el gasto de los agentes. Por otra parte, una posible desaceleración de los países desarrollados podría afectar los flujos comerciales e incidir negativamente en los términos de intercambio. Si estos riesgos se materializan, el crecimiento interno se vería afectado negativamente.

1. Crecimiento del PIB por tipo de gasto en el primer trimestre de 2011

En el primer trimestre de 2011 la mayor contribución a la expansión del PIB la realizó el consumo de los hogares, que mantuvo una alta tasa de crecimiento anual (6,3%) y siguió mostrando un notable ritmo de expansión trimestral. Por componentes, se destacan los aumentos anuales que tuvieron el consumo de durables y de semidurables, ambos a tasas de dos dígitos (Cuadro 1). El comportamiento de estos rubros ha sido consecuencia del aumento del financiamiento de los hogares estimulado por las bajas tasas de interés y la existencia de distintas opciones de crédito, así como por la apreciación de la moneda, que permitió una mayor capacidad de compra de bienes importados. Los demás segmentos del consumo también registraron crecimientos, aunque a tasas más moderadas. Cabe decir que el consumo de alimentos, de otros bienes no durables y de servicios es mucho más estable, pues no responde de manera tan fuerte a cambios en las condiciones económicas como sí lo hacen el consumo de bienes de mayor durabilidad y la inversión.

El consumo público, por su parte, registró una tasa de crecimiento (1,4% anual) más moderada con respecto a su contraparte privada, y menor que la del trimestre anterior. Esto se dio a pesar de que el Gobierno puso en marcha un plan de atención a los afectados por las lluvias, que incluía una expansión del gasto público.

Cuadro 1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
(variación anual)

	2010				2010	2011	Contribución al crecimiento anual (I trim. de 2011)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	
Consumo total	4,2	4,7	4,9	6,0	5,0	5,4	4,4
Consumo de hogares	4,2	4,5	5,5	6,2	5,1	6,3	4,1
Bienes no durables	2,3	1,8	2,2	2,4	2,2	0,7	0,2
Bienes semidurables	15,0	16,6	20,0	15,7	16,8	23,8	1,5
Bienes durables	18,0	28,5	31,9	36,9	29,0	34,6	1,6
Servicios	3,1	2,9	3,5	3,5	3,3	4,5	1,0
Consumo final del Gobierno	5,0	5,7	4,1	3,8	4,6	1,4	0,2
Formación bruta de capital	14,3	13,0	13,4	9,5	12,5	13,2	3,3
Formación bruta de capital fijo	9,3	6,6	3,9	13,8	8,3	8,7	2,2
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,9	3,0	(0,2)	0,2	1,2	(1,0)	(0,0)
Maquinaria y equipo	1,4	24,4	25,3	23,8	18,3	19,0	1,3
Equipo de transporte	15,9	28,3	44,8	15,9	25,6	53,1	1,4
Construcción y edificaciones	0,6	(16,0)	(7,3)	9,4	(3,7)	4,1	0,3
Obras civiles	26,8	20,3	(9,5)	3,4	9,7	(12,5)	(1,0)
Servicios	(1,4)	0,0	10,9	8,8	4,4	0,5	0,0
Variación de existencias	(76,7)	(121,5)	1.912,0	(40,8)	(1.075,8)	(372,4)	1,1
Exportaciones totales	(4,9)	2,4	2,1	9,1	2,0	11,5	1,9
Importaciones totales	4,2	16,7	23,1	16,2	14,9	21,4	(4,9)
PIB	4,1	4,7	3,6	4,8	4,3	5,1	5,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, la inversión total creció a un muy buen ritmo (13,2% anual), jalonada principalmente por la formación bruta de capital fijo, que se expandió 8,7% con respecto al mismo período del año anterior; sin embargo, en esta última se registraron dos comportamientos opuestos en sus componentes. En primer lugar, la inversión destinada a obras civiles cayó a una tasa anual de 12,5%, y se redujo además frente a la observada al finalizar el año pasado. Si bien el retroceso en este tipo de inversión se dio de manera generalizada en la mayoría de grupos de obras¹¹, la contracción observada sorprendió ante el comportamiento positivo de otros indicadores asociados con el sector, como la producción de cemento y de otros minerales no metálicos.

¹¹ El único segmento que registró un crecimiento fue el de estadios.

Tanto en el caso de la inversión en obras civiles como en el del consumo público, los pobres resultados del primer trimestre estarían relacionados con la baja ejecución del presupuesto en dicho período.

En segundo lugar, en cuanto a la inversión diferente a las obras civiles, las destinadas a maquinaria y equipo y a equipo de transporte conservaron el importante dinamismo que traían el año pasado; inclusive, en el caso de estas últimas se presentó un importante repunte, asociado principalmente con la importación de aeronaves y equipo rodante, en parte destinadas a la producción minera. Este gasto también se ha favorecido por los actuales niveles de tasa de cambio, que han permitido renovar los bienes de capital de las empresas a costos bajos, además de las bajas tasas de interés y el mayor acceso a distintas fuentes de financiamiento. Por su parte, la inversión en edificaciones siguió mostrando una gradual recuperación, impulsada por el segmento residencial, pero a un ritmo mucho más moderado que la destinada a otros tipos de inversión.

Al igual que en todo 2010, la demanda externa contribuyó de manera negativa al crecimiento anual del PIB en el primer trimestre del año. Esto por cuanto las importaciones se incrementaron a tasas anuales mayores que las de las exportaciones. Lo anterior, a pesar de que las ventas externas se expandieron a un buen ritmo, con un dinamismo que no se registraba desde 2007.

El mayor impulso a las exportaciones lo brindaron las ventas externas de los principales productos del país¹² (petróleo y sus derivados, carbón y café). En cuanto a las exportaciones distintas a dichos productos, estas crecieron alrededor de 2% en términos anuales, cuando se calculan en índices de cantidades. La sustitución del mercado venezolano avanza de manera tímida, llegando a algunos destinos en Centro y Suramérica.

Las importaciones completaron un año creciendo a tasas superiores a dos dígitos y siguieron impulsadas por el dinamismo de la demanda interna y por la apreciación acumulada del tipo de cambio. Aunque todos los segmentos de las importaciones reales muestran importantes crecimientos, los más sobresalientes se dan en bienes de capital y de consumo, afines con el dinamismo de la inversión y el gasto de los hogares, respectivamente.

2. Crecimiento del PIB por ramas de actividad en el primer trimestre de 2011

En el primer trimestre de 2011 el sector de servicios financieros, de alquiler de vivienda y los prestados a las empresas fue el que más contribuyó al aumento anual del PIB (Cuadro 2). La pronunciada expansión del crédito total, en especial en lo

¹² Con excepción del ferroníquel.

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

que respecta a la cartera de consumo y a la comercial, dinamizó el valor agregado generado por la intermediación financiera (creció a tasas cercanas al 12% anual). Esto hizo posible que todo el sector se expandiera 4,8% respecto al mismo período del año anterior.

Luego del sector financiero, el comercio, los hoteles y restaurantes, junto con la industria y la minería fueron, en su orden, las ramas de actividad que más aportaron al crecimiento anual del PIB. La expansión del comercio fue resultado del dinamismo del consumo de los hogares, en particular de su componente durable, como lo refleja el notorio incremento de la comercialización minorista de automóviles¹³ y de otros

¹³ A tasas reales mayores al 50% anual.

bienes durables como electrodomésticos y equipos de informática. Mientras tanto, el subsector de hotelería y restaurantes creció a una tasa de 5,5%, un poco mayor a la observada en promedio en 2010¹⁴.

La industria, por su parte, registró un crecimiento mayor al del año pasado, jalonada principalmente por las ventas al mercado interno, que compensó la caída del mercado venezolano. Adicionalmente, la renovación de maquinaria y equipo le ha permitido operar con una utilización de capacidad instalada similar a la del promedio de los últimos treinta años.

El buen comportamiento del sector minero continúa siendo el resultado del persistente aumento de la producción petrolera, y en menor medida de la del carbón, las cuales se han favorecido de los altos precios de los productos básicos, que han posibilitado mayores inversiones tanto extranjeras como nacionales. Sin embargo, la desaceleración observada en el crecimiento anual del sector obedeció a una interrupción parcial y temporal de la producción de Cerro Matoso, por tareas de mantenimiento, que afectó en una importante cuantía el PIB de minerales metálicos. Este choque de oferta repercutió en otros sectores, como la industria de hierro y acero y la demanda de energía eléctrica.

Otro sector que también creció a un buen ritmo anual fue el agropecuario, impulsado principalmente por los cultivos de café, que siguieron recuperándose, aunque de manera lenta, de los muy bajos niveles de principios del año pasado. Las cifras de todo el sector en el primer trimestre sugieren un efecto moderado en los cultivos agrícolas y de la producción pecuaria por cuenta del invierno. Al parecer, las lluvias golpearon a áreas de vocación agrícola que no estaban siendo utilizadas y algunas zonas de pastos que obligaron al desplazamiento de ganado, pero no a su sacrificio prematuro.

Por su parte, los sectores de más pobre desempeño durante el primer trimestre fueron el de construcción y el de electricidad, gas y agua, que registraron tasas de crecimiento anual negativas. El primero estuvo afectado por el retroceso anual de las obras civiles, que como ya se mencionó, se dio en todos los grupos de obras. El segundo se resintió por la caída de la demanda de energía eléctrica, que se dio tanto en su componente regulado como en el no regulado, principalmente por el período de lluvias en el primer caso y por el choque de Cerro Matoso en el segundo. Asimismo, el consumo de gas se vio afectado por la caída de la demanda de las termoeléctricas, debido a la sustitución por generación hídrica.

Por último, desde una perspectiva contable, el sobresaliente aumento del 14,5% anual del recaudo neto real del Gobierno relevante para el cálculo del PIB (impuestos

¹⁴ Esto se explicó por el subsector de restaurantes, ya que las tasas de ocupación hotelera se mantuvieron en niveles inferiores a sus promedios históricos.

indirectos menos subsidios) impulsó de manera importante el crecimiento, inclusive en mayor medida que cualquiera de los sectores. El incremento anual del recaudo se debió tanto al impuesto al valor agregado (IVA) como a los impuestos a las importaciones y a otros específicos. Al excluir esta variable del cálculo del PIB, se obtiene que el valor agregado producido por el total de las ramas de actividad se expandió 4,3% anual en el primer trimestre.

3. Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2011

Para el resto de 2011 se espera que el crecimiento de la actividad económica siga impulsado en buena parte por la demanda interna. En particular, el importante dinamismo del consumo de los hogares debe continuar como consecuencia de las bajas tasas de interés reales observadas en el primer semestre, la amplia disponibilidad de crédito, la inflación baja y estable, el efecto sobre el ingreso nacional de los altos términos de intercambio y las graduales mejorías que se esperan en las condiciones del mercado laboral, especialmente en lo que concierne al segmento asalariado.

Para la inversión privada también se anticipa una expansión importante, sobre todo en el caso de bienes de capital para la industria y el transporte, aunque sus crecimientos anuales podrían moderarse en el segundo semestre del año por enfrentarse a bases altas de comparación. La expansión de la inversión en maquinaria prolongaría el proceso de renovación de capital de la industria, permitiéndole atender la demanda sin presionar su capacidad instalada. De otra parte, la evolución de la cartera hipotecaria y el importante aumento en las licencias de construcción sugieren que la inversión en edificaciones podría acelerarse, inclusive en términos anuales, lo que compensaría la desaceleración en los otros segmentos de la inversión.

En cuanto a la inversión en infraestructura, se espera que la contracción en obras civiles observada en el primer trimestre sea de carácter transitorio, dados los anuncios del Gobierno y el buen número de proyectos todavía en ejecución. Como se sabe, el Gobierno ha procurado que este rubro se constituya en uno de los motores de crecimiento, lo que, unido a las labores de reconstrucción que se emprenderían tras la ola invernal, podría garantizar una importante expansión de este gasto en los próximos trimestres. De cumplirse estas previsiones la tasa de inversión total de la economía llegaría a representar un poco más de la cuarta parte del PIB.

La única duda que se cierne sobre el comportamiento de la demanda interna proviene del consumo público. Si bien el ciclo de gasto propio del término de los gobiernos regionales y territoriales debería incrementar este agregado, la ejecución podría verse frenada por la entrada en vigencia de la ley de garantías. En el caso de materializarse dicho riesgo, este tipo de gasto podría resultar en un menor dinamismo del consumo total. Así, las consideraciones anteriores sobre gasto público e inversión en obras civiles permiten pensar que el principal motor del crecimiento en 2011 seguirá proviniendo del componente privado de la demanda interna.

En lo que respecta a la demanda externa, se mantienen vigentes los principales riesgos en el contexto internacional ya comentados. De materializarse estos riesgos, se menoscabaría el desempeño de las exportaciones pero también de forma indirecta el de la demanda interna, por cuenta de la disminución del ingreso disponible nacional, vía una reducción de los términos de intercambio, así como por el encarecimiento del financiamiento externo.

Se espera que la contribución de la demanda externa neta sea negativa en 2011 como resultado del mayor crecimiento de las importaciones frente al de las exportaciones, al igual que como ocurrió el año anterior. El resultado dependerá, entre otros, de los siguientes factores: i) del dinamismo de nuestros socios comerciales; ii) de la habilidad de los exportadores para posicionar sus productos en nuevos mercados, y iii) de la posibilidad de recuperar vía productividad la pérdida de competitividad asociada con la apreciación, sobre todo en el caso de las exportaciones industriales.

Finalmente cabe anotar que en la segunda mitad del año se espera que desaparezca el choque de oferta generado con el cierre parcial de Cerro Matoso, y se prevé un efecto estadístico producido por una baja base de comparación en el tercer trimestre del año pasado. Ambos factores incidirían en mayores registros de crecimiento anual en el segundo semestre del año.

Dado todo lo anterior, la información de la evolución de la economía permite augurar que el crecimiento anual del PIB observado en el primer trimestre (5,1%) se mantenga o incluso se acelere en promedio en lo que resta del año. Por tal razón, el equipo técnico del Banco de la República conserva el pronóstico de crecimiento para este año en un rango entre 4% y 6%, con una probabilidad alta de que se ubique en la parte superior de dicho intervalo.

B. Mercado laboral

A pesar de las altas tasas de desempleo que se observan en el país, las cifras más recientes del mercado laboral muestran una mejoría en las condiciones en lo corrido de 2011. En primer lugar, se dieron reducciones en la tasa de desempleo (TD) en el nivel nacional y urbano y los avances son aún más claros para los jefes de hogar. Además, los descensos ocurrieron junto con una reducción de la oferta laboral, lo cual sugiere que las personas que en 2009 y 2010 habían entrado al mercado laboral están regresando a realizar actividades alternativas. En segundo lugar, la información disponible muestra algunas tendencias positivas en la creación de trabajo asalariado y formal.

Así, la recuperación de la economía parece haber contribuido a la mejoría en las condiciones del mercado laboral, a pesar de que el progreso es aún incipiente. Hacia los próximos trimestres pueden esperarse mayores avances de continuar el dinamismo de la actividad productiva.

1. Desempleo

Históricamente, la TD en Colombia ha presentado niveles elevados frente a lo observado en otros países. A pesar de que este fenómeno puede estar explicado por diferencias en las metodologías de medición de la TD, estudios sobre el mercado laboral indican que factores macroeconómicos, poblacionales e institucionales específicos de la economía colombiana pueden ser la causa de un desempleo alto. Adicionalmente, la crisis internacional de 2008 llevó a que el desempleo en Colombia se incrementara luego de varios años de descensos y mejoras, y en los primeros meses de 2010 este mostró niveles que no se registraban desde cinco años atrás.

Sin embargo, las estimaciones del Banco de la República indican que estos niveles de desempleo pueden no estar lejos de lo que se considera su nivel natural o no inflacionario, es decir, de la denominada tasa de desempleo que no acelera la inflación (Nairu, por sus siglas en inglés). Específicamente, se estima que a principios de 2010 la TD se encontraba por encima de la Nairu pero que, con las mejoras observadas durante el año, la diferencia comenzó a reducirse.

Para 2011 la información más reciente apunta a que las mejoras se han mantenido. Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en lo corrido del año la TD mostró reducciones frente a los registros del año anterior, y estas se dieron tanto en las áreas urbanas como en las zonas rurales. De esta manera, en el promedio entre marzo y mayo el desempleo en las cabeceras municipales fue 12,1%, mientras que en las trece principales áreas fue de 11,7%, ambas significativamente menores que en el mismo período de 2010. En el área rural¹⁵ la TD también disminuyó, llegando a 7,5% en los tres meses terminados en mayo. Por ello, el desempleo del agregado nacional se redujo de forma importante frente a los registros de un año atrás, y alcanzó el 11,1% (Gráfico 33).

Pese a lo anterior, cabe notar que el ritmo de caída de la TD no se dio con igual intensidad a principios de 2011. Hasta abril, por ejemplo, la reducción año tras año del desempleo en las trece áreas principales era de solo 0,3 pp. Las series desestacionalizadas¹⁶ muestran tendencias simi-

¹⁵ En este Informe se asocia al área rural con el dominio geográfico que el DANE denomina "resto".

¹⁶ La información del mercado laboral suele presentar problemas de estacionalidad; por ejemplo, la TD suele ser alta a principios de un año y tiende a descender a lo largo del

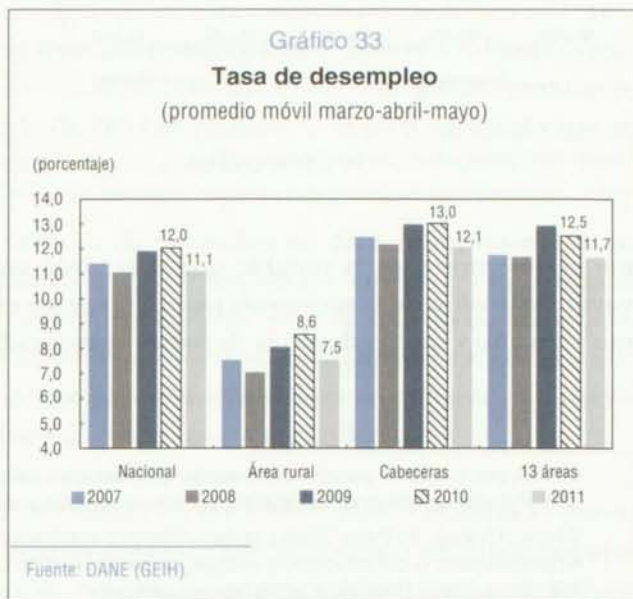
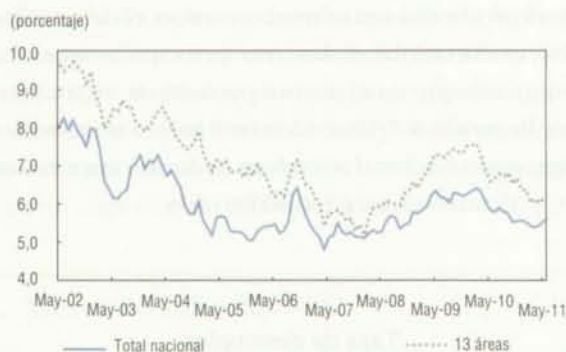


Gráfico 34
Tasa de desempleo (TD)
 (trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 35
Tasa de desempleo de los jefes de hogar
 (trimestre móvil desestacionalizado)



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

lares, con una reducción tímida de la TD entre enero y abril, y solo una caída importante en mayo (Gráfico 34).

A pesar de ello, al examinar algunas series más desagregadas pueden observarse señales más positivas. En particular, durante los primeros meses de 2011 el desempleo de los jefes de hogar exhibió niveles que son claramente menores a lo registrado en los dos últimos años. La mejoría se pudo apreciar tanto en las zonas urbanas como en el total del país, y viene sucediendo sin interrupción desde principios de 2010 (Gráfico 35). El comportamiento de esta variable resulta relevante pues está exento de efectos demográficos y tiende a estar menos afectado por choques temporales que la tasa de desempleo para el total de la población.

La relativa lentitud en los avances de los indicadores más agregados de desempleo en los primeros meses de 2011 puede ser el resultado de la dinámica típica de los ciclos económicos. Para el caso colombiano la evidencia empírica da indicios de

que el desempleo es la variable que más tarda en mostrar una recuperación, y la mayor expansión de la economía parece tener un efecto claro sobre la TD solo entre uno y un año y medio después de haber comenzado¹⁷.

mismo, por lo que no pueden compararse directamente valores para meses distintos dentro del mismo año. Por ello es conveniente analizar las series desestacionalizadas.

¹⁷ Véase el trabajo de Parra (2008), titulado "Hechos estilizados de la economía colombiana: fundamentos empíricos para la construcción y evaluación de un modelo DSGE", en Borradores de Economía, núm. 509, Banco de la República (www.banrep.gov.co).

En consecuencia, como se mencionó en el *Informe al Congreso* anterior, es probable que para lo que resta del año la mayor dinámica económica contribuya a reducir las tasas de desempleo —en línea con lo observado en mayo—.

2. Oferta y demanda de trabajo

Para entender los movimientos de la TD, puede darse una mirada a sus determinantes. En términos generales, el desempleo está asociado con el comportamiento de la demanda y de la oferta de trabajo, y en la práctica estas dos pueden medirse con la tasa de ocupación y con la tasa global de participación, respectivamente.

En cuanto a la demanda de trabajo, la tasa de ocupación se ha reducido un poco frente a los niveles de octubre de 2010, tanto en el total nacional como en las trece áreas principales, aunque en este último agregado se observó un importante repunte en el mes de mayo (Gráfico 36). Esta dinámica es el resultado de un número total de ocupados, que en lo corrido de 2011 se estancó en el total nacional y que se incrementó solo levemente en las trece áreas (Gráfico 37).

Sin embargo, esta tendencia del número de ocupados no debe interpretarse como una señal negativa. La razón de ello es que este fenómeno, en parte, está asociado con un estancamiento o incluso una reducción de puestos de trabajo no asalariado, pero con una recuperación en el número de puestos asalariados (Gráfico 38). Ello ha llevado a que la participación del empleo asalariado haya aumentado, y que esta regrese a ser la modalidad de trabajo que más aporta al empleo total.

La recomposición de la demanda de trabajo en favor del empleo asalariado puede ser el resultado de una demanda interna dinámica que ha logrado movilizar trabajos de mayor estabilidad y remuneración. Además, la generación de puestos de trabajo

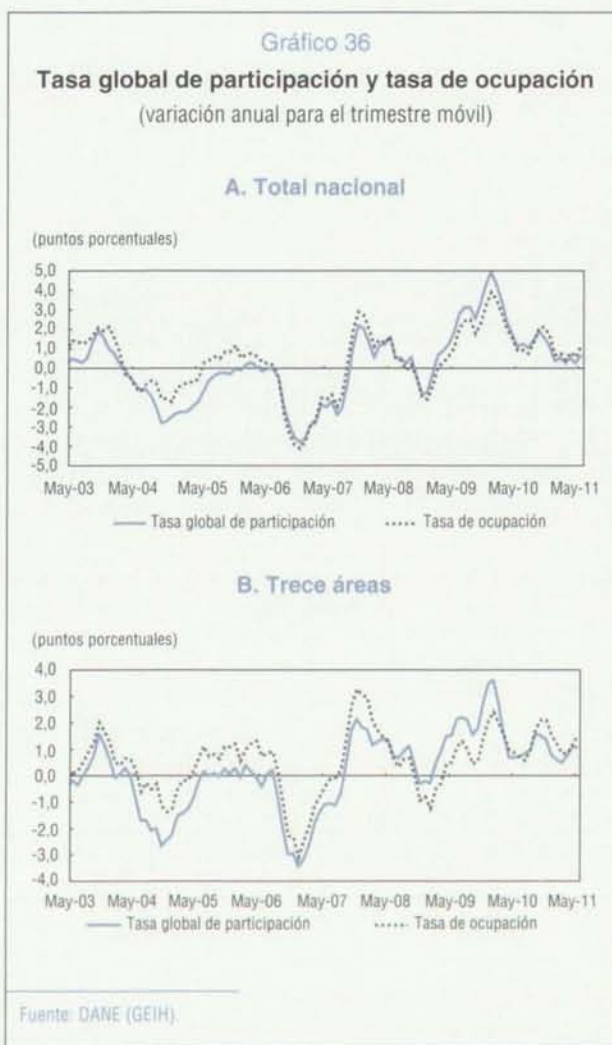
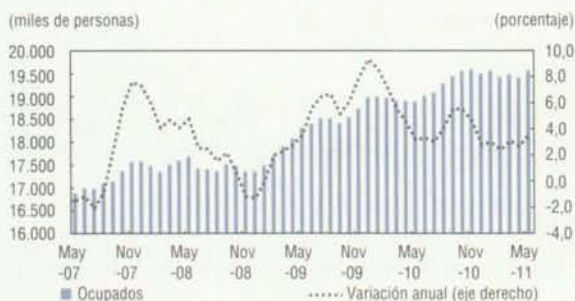
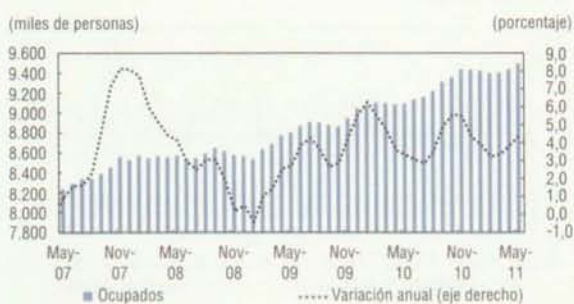


Gráfico 37
Ocupados
 (trimestre móvil desestacionalizado)

A. Total nacional



B. Trece áreas



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

asalariados puede estar siendo incentivada por los bajos ajustes de los salarios reales que se observaron en el primer semestre de 2011 para distintos sectores económicos (Gráfico 39). De mantenerse el dinamismo en la actividad económica, como se prevé, puede esperarse una recuperación adicional de este tipo de ocupación, lo que debería traducirse en un aumento en los ajustes salariales hacia finales del año y principios de 2012.

Ahora bien, como se mencionó, el trabajo no asalariado sufrió una reducción leve en los primeros meses de 2011. Ello podría ser consecuencia de que personas que habían entrado previamente al mercado laboral, buscando compensar la caída en el ingreso familiar por la crisis económica, estén retirándose de este. Así, al salir del mercado hacia la inactividad, esos puestos de trabajo no asalariado que se habían creado dejarían de existir. Reflejo de ello es la relación inversa que existe entre los trabajadores no asalariados y la población inactiva (Gráfico 40).

Adicionalmente, la salida de individuos del mercado laboral llevó a que en los primeros cinco meses del año la tasa global de participación cayera frente a los niveles de finales de 2010 (Gráfico 36). Esta reducción en la oferta de trabajo contribuyó a que el desempleo disminuyera

Gráfico 38
Empleo por tipo de ocupación
 (trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

en este período. De igual manera, hacia los próximos trimestres puede esperarse que continúe esta tendencia de la oferta laboral, la cual podría ser la principal fuente de descensos futuros de la TD si se repite la experiencia de la primera mitad de la década pasada (Gráfico 34).

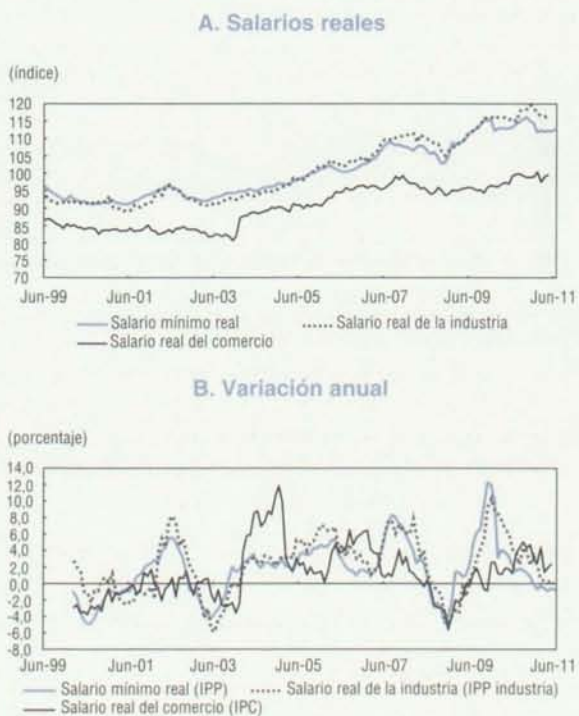
3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

La información disponible apunta a que en lo corrido de 2011 se generó empleo de mejor calidad que en los dos años anteriores. Por una parte, como se mencionó, el empleo asalariado ha venido aumentando, mientras que los trabajos no asalariados han tendido a descender. Por otra parte, en lo corrido del primer semestre la formación de empleo se concentró en el formal (Gráfico 41). Así, se aprecia cómo el empleo informal se redujo frente a los niveles de finales de 2010¹⁸.

Una mirada más detallada sugiere, además, que la expansión del empleo formal se dio de forma relativamente homogénea, independientemente del nivel educativo de los nuevos trabajadores

¹⁸ *Informalidad* se define, según el DANE, como el conjunto de empleados y patronos en empresas de menos de cinco trabajadores, así como los cuenta propia e independientes sin educación profesional, los empleados domésticos y los trabajadores sin remuneración.

Gráfico 39
Salarios reales y variación anual
(desestacionalizados)



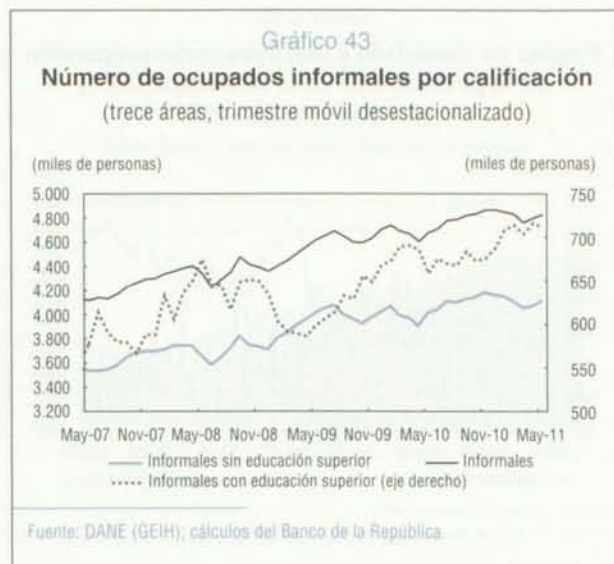
Nota: el salario mínimo real fue calculado con el IPP total, el salario real de la industria lo fue con el IPP industrial y el salario real del comercio fue calculado con el IPC.

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

Gráfico 40
Empleo no asalariado e inactivos como proporción de la población en edad de trabajar (PET)
(trece áreas, trimestre móvil)



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



(Gráfico 42). Adicionalmente, en el caso del empleo informal, su disminución se ha concentrado en las personas poco educadas, mientras que los trabajadores informales con educación superior —quienes generalmente perciben mayores ingresos— se han incrementado de manera importante (Gráfico 43).

Finalmente, los indicadores de subempleo rompieron su tendencia en los últimos meses y han mostrado reducciones importantes. De esta manera, el subempleo objetivo¹⁹ desestacionalizado se acercó al 11,7% en el total nacional y 13,0% en las trece áreas, cifras significativamente menores que las registradas siete meses atrás (Gráfico 44).

A pesar de los avances recientes en la calidad del empleo, las actuales condiciones aún están lejos de poder considerarse como óptimas. Por una parte, aunque en los últimos meses se ha disminuido el número de puestos de trabajo no asalariados, el actual nivel de esta variable —y específicamente de los ocupados por cuenta propia— es mucho mayor que lo observado antes

¹⁹ Según el DANE, el subempleo objetivo se refiere al deseo manifestado por el trabajador de mejorar sus ingresos, el número de horas trabajadas o tener una labor afín a sus personales competencias. Además, ha hecho una gestión para materializar su aspiración y está en disposición de efectuar el cambio.

de la crisis (Gráfico 45). Aunque detrás de este hecho pueden existir factores de legislación laboral y contratación, ajenos a la dinámica de la actividad económica²⁰, la alta participación del trabajo cuenta propia no deja de ser un fenómeno preocupante, por lo que debe tenerse cautela al reconocer el progreso del mercado laboral.

De todas formas, como se mencionó al comienzo de esta sección, puede esperarse un avance importante en la creación generalizada de empleo de alta calidad y una tendencia clara en la reducción de las tasas de desempleo para la segunda mitad de 2011 y para 2012. Lo anterior, siempre y cuando se mantenga la dinámica actual de la economía.

C. Inflación

1. La inflación en la primera mitad de 2011

La inflación anual al consumidor se mantuvo cerca del punto medio del rango meta establecido por la JDBR para el largo plazo (entre 2% y 4%). En junio el resultado fue 3,23%, en línea con lo previsto hace tres meses por el equipo técnico del Banco y por el mercado (Gráfico 46 y Cuadro 3). Las fuertes temporadas de lluvias de finales del año pasado, y las de abril y mayo de este año, han tenido un impacto moderado y transitorio en los precios al consumidor.

²⁰ Según el trabajo de Farné (2008), titulado "Las cooperativas de trabajo asociado en Colombia: balance de la política gubernamental, 2002-2007", la legislación laboral en cuanto a este tipo de asociación puede haber dinamizado una modalidad de contratación en la que el trabajador es considerado como independiente. Esto podría explicar el fuerte incremento de los trabajadores denominados cuenta propia en la GEIH del DANE.

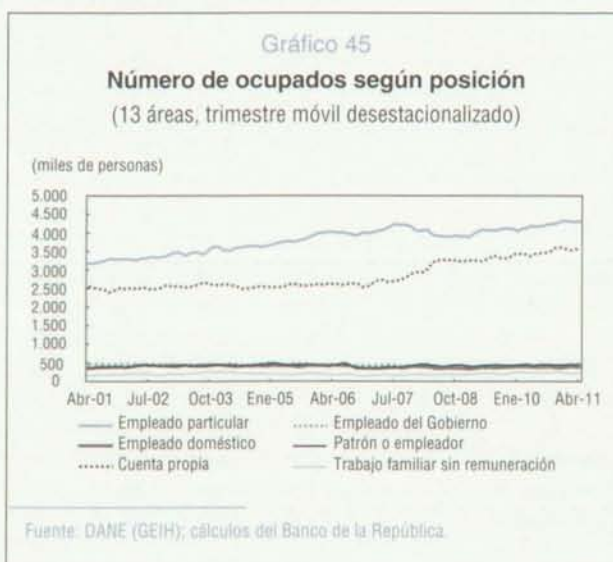
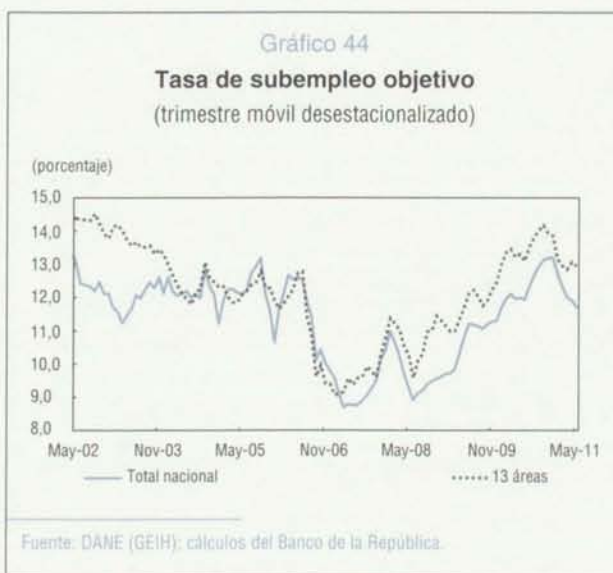
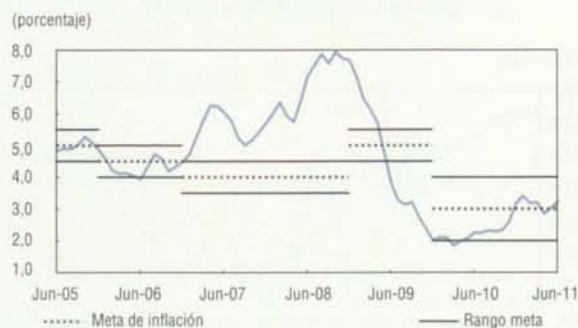


Gráfico 46
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Para el año corrido el ajuste de precios al consumidor asciende a 2,53%, algo mayor que lo registrado el año pasado (2,47%). Este hecho hace altamente probable que la inflación para el año completo termine dentro del rango meta si se verifica lo que ha sucedido en los últimos diez años, cuando los aumentos de precios de la segunda mitad del año han sido muy bajos comparados con los de la primera mitad²¹.

Cuadro 3
Indicadores de inflación al consumidor
(a junio de 2011)

Descripción	Ponderación	Dic-10	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en puntos porcentuales en la aceleración, año corrido
Total	100,00	3,17	3,19	2,84	3,02	3,23	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	2,82	2,90	2,86	2,81	2,91	32,20	83,34
Transables	26,00	(0,29)	(0,17)	(0,06)	(0,10)	(0,13)	(4,18)	66,04
No transables	30,52	3,52	3,40	3,45	3,50	3,83	49,00	152,68
Regulados	15,26	6,64	6,91	6,41	6,15	5,96	(12,63)	(135,39)
Alimentos	28,21	4,09	3,93	2,78	3,56	4,08		
Perecederos	3,88	10,96	3,09	(2,31)	0,83	5,27	67,80	16,66
Procesados	16,26	2,32	3,48	2,93	3,55	3,30	82,97	(285,76)
Comidas fuera del hogar	8,07	4,52	5,17	5,01	4,91	4,97	(18,28)	237,46
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		2,82	2,90	2,86	2,81	2,91		
Núcleo 20		3,17	3,12	3,03	3,08	3,43		
IPC sin alimentos perecederos, combustibles, ni servicios públicos		2,65	2,79	2,83	2,93	3,05		
Inflación sin alimentos ni regulados		1,79	1,80	1,88	1,89	2,06		
Promedio de todos los indicadores		2,61	2,65	2,65	2,68	2,86		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

²¹ En promedio, los ajustes de la primera mitad del año han correspondido al 81% de la inflación año completo.

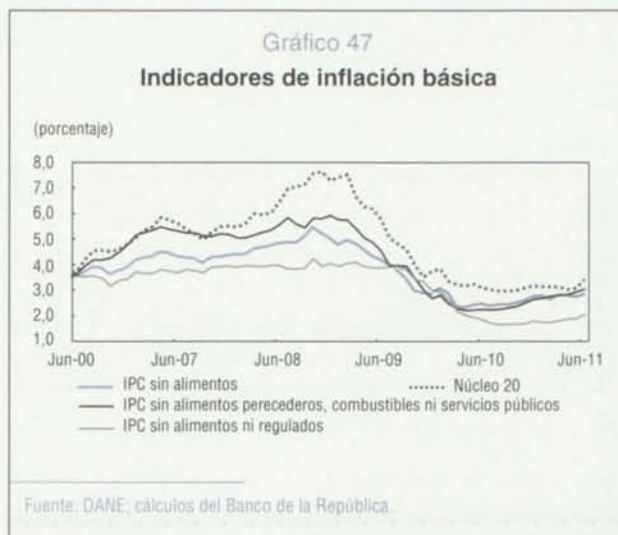
Durante el primer semestre del año las presiones alcistas se concentraron en los precios de los alimentos y en menor medida en los de los combustibles. Buena parte de la volatilidad que se observó en la inflación anual al consumidor provino de estos dos grupos de bienes. Una vez se descuentan estos componentes, los indicadores resultantes, que tienden a corresponder con las medidas de inflación básica, mostraron gran estabilidad.

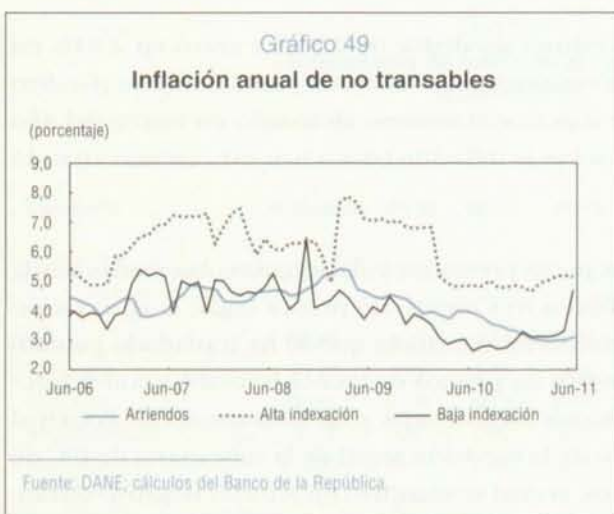
Es así como el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República se situaron alrededor de 2,7% a lo largo de los últimos seis meses, incluido el segundo trimestre. Para junio se presentó un ligero repunte y dicho promedio se situó en 2,86% frente a 2,61% de diciembre de 2010 (Cuadro 3). En estos meses todos los indicadores se mantuvieron dentro o muy cerca del rango meta. En junio, específicamente, el registro más alto correspondió a la inflación núcleo 20 con 3,4%, mientras que el más bajo fue el del IPC sin alimentos ni regulados con 2,1% (Gráfico 47).

Por su parte, el IPC sin alimentos estuvo alrededor de 2,85% y cerró en 2,91% en junio, muy afín con los pronósticos efectuados a comienzos y mitad del año (Gráfico 47). Dicho nivel es solo levemente superior al mínimo alcanzado en marzo del año pasado y sugiere que las presiones sobre la inflación básica han sido escasas en todo este período.

En general, tres razones explican las pocas presiones inflacionarias observadas desde comienzos de año, incluidos los últimos tres meses. En primer lugar, la apreciación acumulada del peso durante los trimestres anteriores que se ha trasladado paulatinamente al IPC, permitiendo descensos en precios de bienes transables como automóviles, electrodomésticos y productos electrónicos y de comunicación. Principal reflejo de ello es el comportamiento de la variación anual de la subcanasta de IPC de transables sin alimentos ni regulados, la cual se mantuvo en terreno negativo durante el semestre, aunque con una tendencia positiva que indica que el efecto de la apreciación se ha comenzado a disipar (Gráfico 48).

Una segunda razón todavía tiene que ver con la existencia de excesos de capacidad productiva a comienzos del año, lo que conlleva a una brecha del producto que al menos hasta el primer trimestre se encontraba en terreno negativo, pese a la fortaleza de la demanda. Si bien el Banco de la República estima





que dichos excesos tenderán a desaparecer durante el segundo semestre, esto no ha impedido que los precios de bienes y servicios no transables y de otras subcanastas hayan mostrado ajustes moderados. Las pocas presiones de demanda se han manifestado en una variación anual estable para el IPC de no transables sin alimentos ni regulados entre enero y mayo, alrededor de 3,4%. Aunque en junio se presentó un repunte a 3,8%, debido sobre todo a un aumento en algunos servicios de diversión, cultura y esparcimiento, muy probablemente este es de carácter transitorio y no refleja necesariamente mayores presiones de demanda. Por su parte, el IPC de arriendos, que mostró ajustes anuales decrecientes entre junio del año pasado y marzo de este año, no varió mucho en los últimos tres meses, cerrando en junio en 3,1% (gráficos 48 y 49).

En tercer lugar, los ajustes salariales en torno al 4% también han sido un factor que ha permitido incrementos moderados de precios en lo corrido del año (Gráfico 50). En parte, en el IPC esta circunstancia explica los ajustes moderados (dentro del rango meta) que se observaron en los precios de los servicios que son intensivos en mano de obra poco calificada.

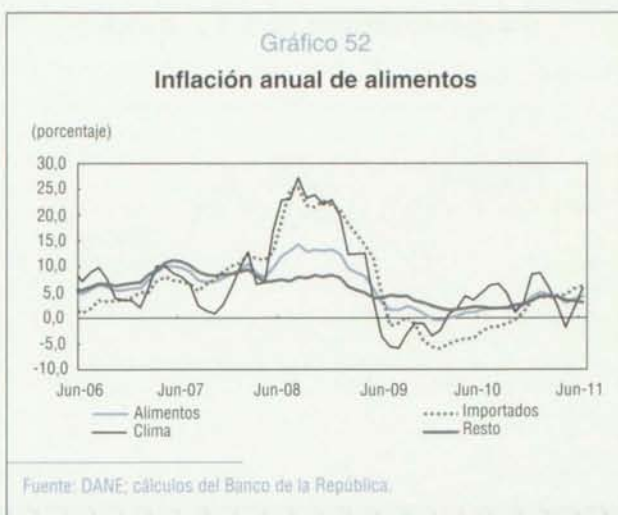
Las escasas presiones alcistas que se han registrado en el primero y segundo trimestres se

originaron en los precios internacionales del petróleo y en los choques sobre la oferta agropecuaria (ocasionados por las fuertes lluvias de finales del año pasado y de abril y mayo de este año). En el caso del precio del petróleo, los altos niveles registrados, incluso después de los descensos del segundo trimestre, siguieron generando aumentos periódicos importantes en el precio interno de la gasolina, que hicieron que su variación anual se mantuviera por encima del 10% en todos estos meses, incluido junio. Como resultado, el IPC de regulados, que incluye además de combustibles los servicios públicos y el transporte público municipal, continuó exhibiendo incrementos anuales que superan de manera significativa el techo del rango meta (Gráfico 51).

Una circunstancia que ha amortiguado las presiones alcistas ha sido la sustitución de generación térmica por hidráulica, gracias a la recuperación de los embalses. En mayo y junio se produjeron reducciones en las tarifas de energía eléctrica cobradas a los consumidores, según lo recoge el IPC nacional, permitiendo una desaceleración en este indicador que no estaba contemplada en los pronósticos del Banco de la República.

Respecto a los alimentos, en mayo y junio se observó una aceleración moderada y dentro de lo previsto en la variación anual, la cual puede ser atribuida, en parte, a los efectos de las intensas lluvias del segundo trimestre (Gráfico 52). Sin embargo, otros factores, como el ciclo agrícola normal de los productos perecederos y las presiones alcistas provenientes de los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles, también pudieron incidir en este comportamiento. Cabe señalar que el efecto de la temporada de lluvias de finales del año pasado fue leve y se extinguió durante el primer trimestre.

Por tipo de productos, las alzas más importantes en los dos últimos meses se presentaron en los alimentos más afectados por el clima, como son los de origen perecedero (hortalizas, legum-



bres, frutas), el arroz y los lácteos. Así mismo, se presentaron alzas en los alimentos de origen importado como son los aceites y los cereales, que están asociadas con los elevados niveles que registran los precios internacionales desde hace casi un año.

Cabe señalar, sin embargo, que la transmisión de los precios externos a los internos, en el caso de estos productos y para toda la canasta al consumidor, ha sido lenta y menor que la observada en el período 2006-2008, lo cual puede atribuirse en parte al efecto compensador que ejerce la apreciación del peso y a una demanda interna que todavía no desborda la capacidad productiva de la economía.

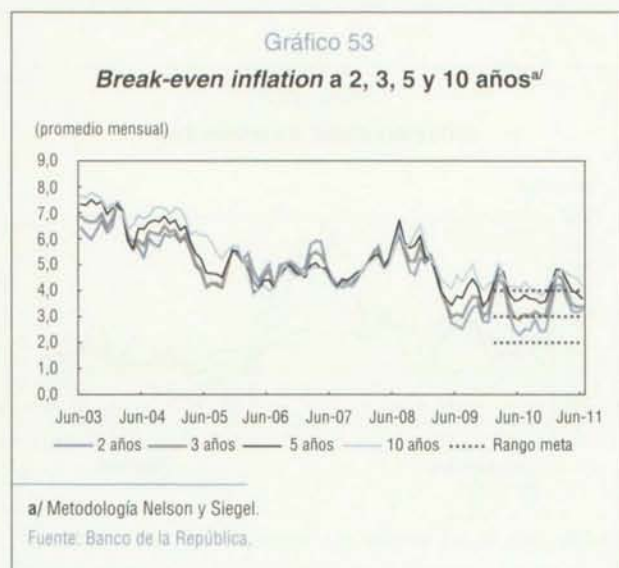
2. Perspectivas para el resto de 2011

Para el segundo semestre no se prevén grandes sobresaltos en la inflación al consumidor. Es posible que se presente una aceleración adicional en el tercer trimestre, que estaría concentrada en la canasta de alimentos, pero que en cualquier caso sería moderada. Con la información disponible a junio los modelos del Banco de la República siguen indicando que es altamente probable que la inflación se sitúe dentro del rango meta definido por la JDBR para finales de 2011.

Estos pronósticos se apoyan en unas expectativas de inflación de corto y mediano plazos que se encuentran dentro de la meta y suponen una relativa estabilidad en el tipo de cambio. En el caso de las expectativas conviene señalar que estas disminuyeron en los últimos meses después de los aumentos que se registraron desde finales del año pasado y hasta comienzos de 2011. En particular, la encuesta mensual más reciente, efectuada por el Banco a analistas y operadores del mercado financiero, muestra una inflación esperada para finales de 2011 de 3,4%, un valor que es un poco menor que el obtenido hace tres meses. Para horizontes de más largo plazo (a 2, 3, 5 y 10 años), las mediciones efectuadas a partir de los títulos TES de tasa fija y tasa variable también

muestran un declive importante en las expectativas de inflación. A finales de junio todos estos indicadores se encontraban dentro o muy cerca del rango meta (Gráfico 53).

Para los próximos meses tampoco se prevén presiones importantes provenientes de la demanda que puedan poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación, pese a las buenas perspectivas para el crecimiento económico del segundo semestre y a que el consumo privado sería más



dinámico que el anticipado hace unos meses. Una razón es que la economía contó hasta hace poco con excesos importantes de capacidad productiva, sobre todo en algunos mercados como el laboral, donde la tasa de desempleo aún es relativamente alta. Aunque se estima que la brecha del producto se situará en terreno positivo en el tercero y cuarto trimestres, su tamaño seguirá siendo pequeño por ahora, de cumplirse los pronósticos de crecimiento discutidos previamente en la sección de actividad económica (pp. 27 y ss.).

Por otro lado, existe un rezago normal entre la brecha del producto y los precios al consumidor de al menos nueve meses, por lo que de observarse presiones, estas comenzarían a sentirse hacia el próximo año. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que el grueso de los ajustes de precios para bienes y servicios sensibles a la demanda se efectúa normalmente a comienzos de año.

Hasta hace poco las condiciones externas apuntaban a un aumento de las presiones inflacionarias vía una transferencia de eventuales incrementos en las cotizaciones externas para alimentos y combustibles a los precios al consumidor. Sin embargo, como se menciona en el capítulo I (correspondiente al contexto externo), el crecimiento global se ha resentido por los problemas que enfrentan las economías desarrolladas. Ello disminuye los riesgos de nuevas alzas en los precios internacionales de las materias primas e incluso puede motivar algunas caídas, como se ha observado recientemente en el caso del petróleo. Así las cosas, los riesgos sobre la inflación colombiana que tienen su origen en el frente externo pueden estar disminuyendo para lo que resta del año.

Los pronósticos de inflación a un horizonte de uno y dos años disponibles al momento de redactar este informe se resumen en el Gráfico 54 de balance de riesgos (*Fan chart*). De acuerdo con este, la senda central prevista se encuentra muy cerca del punto medio del rango meta para los próximos trimestres, y la probabilidad de que la inflación se sitúe dentro del rango meta es alta para finales de 2011. Esta proyección, que fue realizada con información observada a marzo de este año, no debería modificarse mucho con la utilización de la información disponible al segundo trimestre.

Finalmente, la JDBR comenzó a tener una postura menos expansiva de la política monetaria con aumentos en la tasa de interés



de referencia desde febrero de este año. Esta estrategia, que está dirigida a reducir los riesgos de alzas futuras de la inflación, garantizando estabilidad macroeconómica y financiera, debe rendir sus frutos hacia el próximo año y más adelante, permitiendo confiar en el cumplimiento del rango meta en el largo plazo. Cabe señalar que la JDBR está atenta al cambio en las condiciones económicas, y en particular al crecimiento del PIB y del gasto en relación con el de la capacidad productiva de la economía.

D. Sector financiero y tasas de interés

1. Comportamiento de las tasas de interés durante 2011

a. Tasas de interés de mercado

En lo corrido del año se ha presentado un aumento generalizado de las tasas de interés, tanto pasivas como activas. Esto ha estado asociado principalmente con la decisión del cambio de postura monetaria de la JDBR hacia un terreno menos expansivo. Así, la tasa de interés de referencia aumentó de un nivel de 3% el 25 de febrero pasado a 4,25% a junio. Esto se ha reflejado en el comportamiento de las otras tasas. En particular, la tasa interbancaria (TIB) ha aumentado en la misma magnitud.

La transmisión del aumento de la tasa de interés de política hacia otras tasas se ha dado a diferentes velocidades y en un contexto de incremento de la tasa de interés de usura. En el caso de las tasas de interés pasivas, el indicador de captación a noventa días (DTF)²² ha aumentado en menor magnitud. Por su parte, en las tasas de interés activas la transmisión ha sido más rápida hacia las tasas de interés de consumo de corto plazo, como hacia las tasas de interés de los créditos comerciales de mayor plazo.



Como se mencionó, la JDBR ha aumentado en cinco oportunidades la tasa de interés de referencia desde un nivel de 3,0% en diciembre de 2010 a 4,25% a junio (125 pb). Al tiempo, la TIB a un día aumentó en 134 pb, desde un nivel de 2,97% a finales de 2010 a 4,31% el 18 de julio de 2011 (Gráfico 55).

En el caso de las tasas de interés pasivas, la DTF aumentó 72 pb

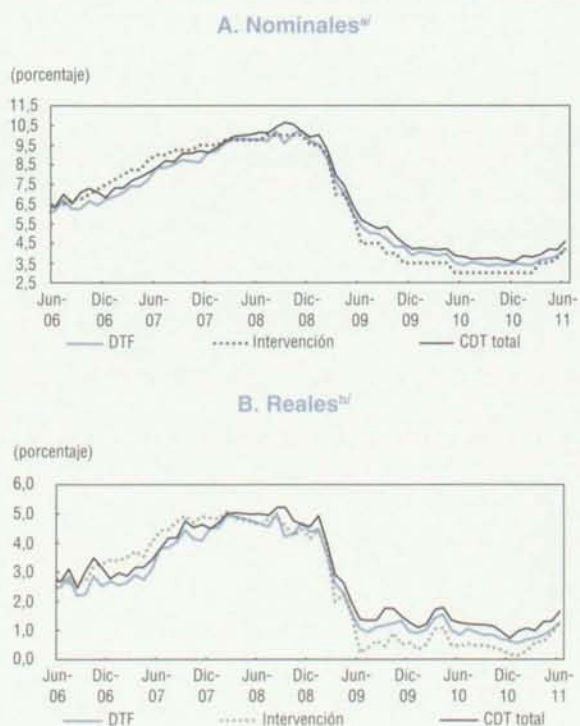
²² La DTF corresponde a la tasa de captación de CDT a noventa días de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento

desde diciembre y 69 pb desde el 25 de febrero pasado, y se ubicó en 4,19% a finales de junio de 2011. En lo corrido del año a junio la tasa de interés de los certificados de depósito a término (CDT) (que involucra todos los plazos)²³ aumentó 104 pb, y se situó en 4,61% (Gráfico 57).

Con respecto a las tasas de interés activas, en lo corrido del año se deben distinguir dos períodos: 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 (GMF - 4×1.000)²⁴. En consecuencia, los desembolsos de los créditos de consumo, que se realizan a tasas de interés más altas, aumentaron su participación. Adicionalmente, entre diciembre de 2010 y enero de 2011 la tasa de interés de usura aplicada a los créditos de

consumo aumentó 210 pb, y en el resto del semestre se incrementó otros 453 pb²⁵. Estos hechos terminaron afectando la tasa de interés promedio ponderada activa de todo el sistema.

Gráfico 56
Tasas de interés pasivas y de intervención del Banco de la República



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.

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

²³ Los plazos considerados para el cálculo de esta tasa son: i) menor a 90 días; ii) 90 días; iii) entre 91 y 179 días; iv) 180 días; v) entre 181 y 360 días, y vi) mayor a 360 días.

²⁴ Durante 2010 los desembolsos semanales promedio de las carteras comercial y de consumo ascendieron a COP4.094 mm y a COP512 mm, respectivamente, mientras que en lo corrido de 2011 hasta junio estos promedios fueron COP2.166 mm y COP604 mm, respectivamente. Por tanto, los desembolsos de la cartera comercial, los cuales presentan menores tasas de interés, han perdido participación en el total de desembolsos.

²⁵ Las tasas de interés de usura que aplican para el consumo han sido en su orden: 21,32% en diciembre de 2010, y 23,42%, 26,54%, 27,95% en enero, abril y julio de 2011, respectivamente.

Gráfico 57
Tasas nominales de interés de créditos a hogares y de intervención del Banco de la República^{a/}



a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario. En junio de 2011 la información se encuentra disponible hasta el día 24.

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

Del lado de los hogares, la tasa de interés de la cartera de consumo pasó de 16,82% en diciembre de 2010 a 18,33% a finales de junio de 2011 (+151 pb). Para el mismo período, las otras líneas de crédito destinadas a las familias registraron resultados mixtos (Gráfico 57). La tasa de interés de tarjeta de crédito aumentó de 21,04% a 25,87% (482 pb), siguiendo de cerca la tasa de usura. Por su parte, la tasa de interés de vivienda se redujo en 7 pb, al pasar de 13,01% a 12,94%. Este último comportamiento, que refleja en parte la amplia disponibilidad de crédito dirigida a este sector, también es compatible con la reducción en los últimos meses tanto de las tasas de interés de largo plazo (medidas con los títulos de deuda pública) como de las expectativas de inflación.

En el caso de los créditos comerciales, su tasa de interés pasó de 7,59% en diciembre de 2010 a 8,55% el 25 de febrero, y a partir

de ese momento se incrementó en 42 pb, alcanzando un nivel de 8,97% a finales de junio pasado. En lo corrido del año hasta junio y por modalidad, el incremento en las tasas fue: para los créditos ordinarios, de 9,22% a 10,75% (153 pb); para los preferenciales, de 6,64% a 7,50% (85 pb), y para los de tesorería de 5,52% a 6,43% (91 pb) (Gráfico 58). Al considerar únicamente el cambio en estas tasas a partir del 25 de febrero, fecha en la cual la JDBR comenzó el incremento en el tipo de interés de referencia, los aumentos en las tasas de interés de créditos ordinarios, preferenciales y de tesorería fueron 57 pb, 43 pb y 79 pb, respectivamente, hasta finales de junio pasado.

La tasa de interés de microcrédito aumentó de 30,7% en diciembre de 2010 a 34,7% a finales de junio de 2011 (400 pb). Este incremento también fue el resultado del cambio en la tasa de interés de usura para este tipo de créditos por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (Gráfico 59).

El promedio ponderado de las tasas de interés de consumo y comercial, calculado por el Banco de la República, aumentó de 8,49% en diciembre de 2010 a 10,97% el 25 de febrero de 2011 (248 pb) y a 11,00% a finales de junio pasado (+3 pb adicionales), para un aumento total de 251 pb en lo corrido del año hasta esta última fecha²⁶ (Gráfico 60). La variación fue superior a la de sus componentes, por el incremento en el peso relativo del crédito de consumo frente al comercial.

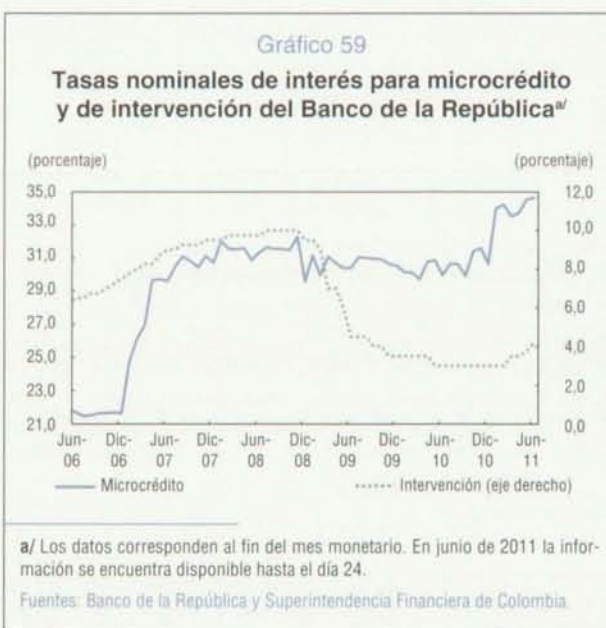
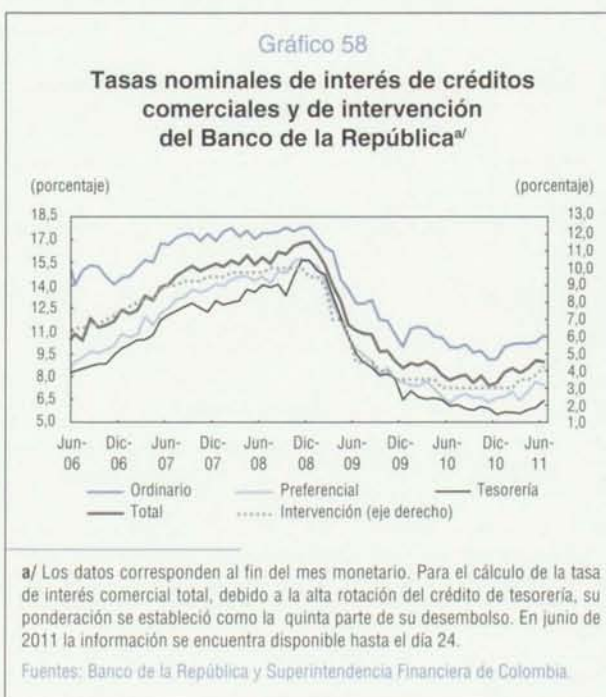
b. El mercado de deuda pública

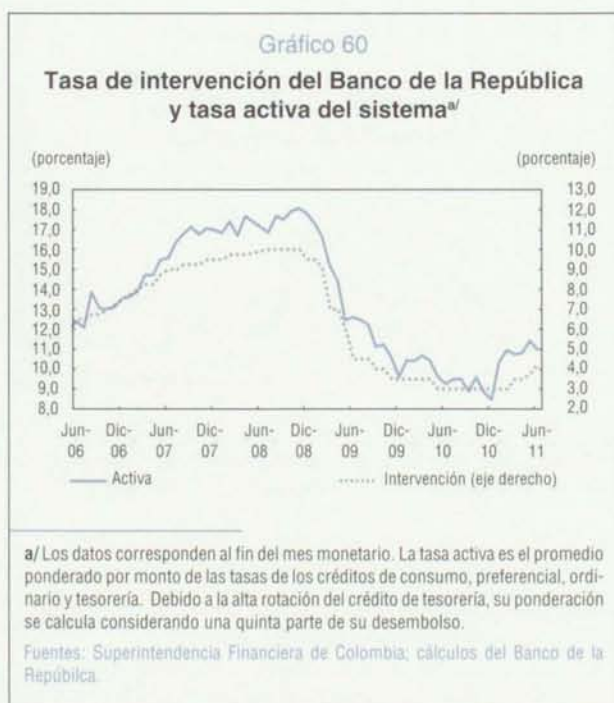
En lo corrido de 2011 la curva de rendimientos de los papeles de deuda pública presentó un aplanamiento. El cambio en la postura de política monetaria que contribuyó a reducir las expectativas de inflación, las mejoras en la calificación de la deuda pública y algunos anuncios de carácter fiscal, explicaron en gran medida este comportamiento.

Las tasas entre cero y dos años, y entre dos y cinco años registraron en promedio incrementos de 87 pb y 7 pb, respectivamente, mientras que las tasas de títulos que vencen entre cinco y quince años disminuyeron en promedio 21 pb²⁷ (Gráfico 61). Lo anterior implica un aplanamiento de la curva de 108 pb aproximadamente en lo corrido del año.

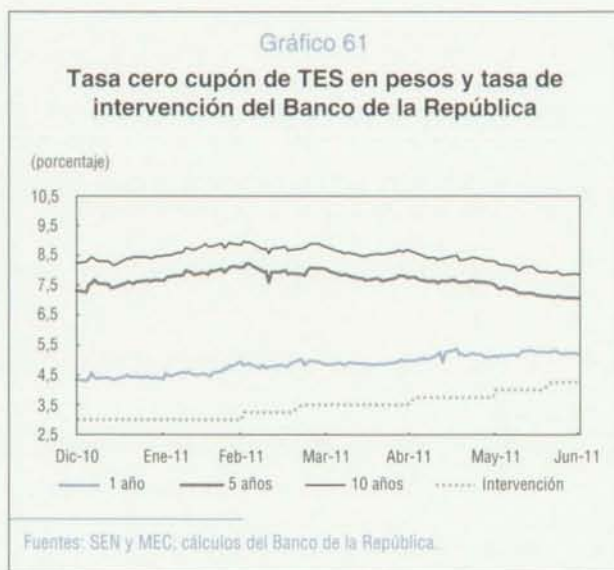
²⁶ La tasa de interés activa calculada por el Emisor considera los créditos de consumo y comerciales. Para este último se toman las modalidades de crédito ordinario, preferencial y tesorería. Debido a la alta rotación de este último, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

²⁷ 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).





Durante 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, que resultó superior al esperado por el mercado²⁸. Las expectativas de que el Banco de la República comenzaría el retiro del estímulo monetario en el primer semestre del año se confirmaron posteriormente en las decisiones tomadas por la JDBR a partir del 25 de febrero.



En enero y febrero las desvalorizaciones de los títulos 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 necesarios²⁹. Posteriormente, dio a conocer los resultados preliminares del balance fiscal del Gobierno nacional central para 2010, en los

cuales se evidenciaba un menor déficit fiscal al estimado inicialmente³⁰.

²⁸ En diciembre la inflación anual fue 3,17%, mientras que el mercado esperaba 2,78%.

²⁹ La entidad señaló que estos recursos (entre COP14,3 y COP16,3 billones [b] entre 2011 y 2014) serían adquiridos con el recaudo del impuesto al patrimonio (COP3 b), el gravamen a los movimientos financieros (COP2 b), excedentes de tesorería de 2010 (COP1,0 b) y la venta de un porcentaje de Ecopetrol (entre COP8,0 y COP10,0 b).

³⁰ 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%).

Entre marzo y lo corrido de junio las tasas de corto plazo aumentaron a medida que se incorporaban los aumentos en la tasa de referencia por parte del banco central, los cuales, en su mayoría, fueron anticipados por el mercado. Por su parte, las tasas de los títulos de mediano y largo plazos presentaron una tendencia de valorización como respuesta a diversos factores, dentro de los cuales se destacan: i) el cambio en la postura de la política monetaria del Banco de la República a partir de febrero; ii) el ajuste a la baja en las expectativas de inflación ante la publicación de los datos de inflación de febrero, marzo y abril, que resultaron inferiores a los pronosticados por el mercado; iii) las expectativas de menores colocaciones de TES, luego de que el Gobierno anunciara un recaudo tributario adicional al presupuestado³¹, y iv) la mejora a grado de inversión que las agencias S&P y Moody's hicieron a la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia, en marzo y mayo, respectivamente³².

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 en línea con la tasa de interés de referencia, 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. De 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, especialmente las entidades financieras. El Banco inyecta liquidez a la economía cuando aumenta sus activos o reduce sus pasivos no monetarios, y viceversa.

En junio de 2011 el crecimiento nominal anual de la base monetaria fue 10,6%. En lo corrido del año hasta junio el saldo de la base monetaria se redujo en COP1.815 mm con respecto a diciembre de 2010. Como se aprecia en el Cuadro 4, las operaciones que explican la contracción de la liquidez en pesos en lo corrido de 2011 a junio fueron: el mayor saldo de depósitos de la Dirección General de Crédito Público y el Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco de la República³³ (COP11.577 mm) y la

³¹ El Gobierno anunció un recaudo tributario adicional al presupuestado de COP1,0 b durante el primer trimestre del año, y manifestó que era posible que en 2011 se recaudaran, en el mejor de los casos, COP4,0 b adicionales a los estimados inicialmente.

³² El 16 de marzo S&P 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.

³³ A partir de junio de 2005 la DGCPTN deposita sus excedentes en pesos en cuentas del Banco de la República, el cual, a su vez, remunera el saldo de estos a tasas de interés de mercado.

Cuadro 4
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)
(variación trimestral)^{a/}

Concepto	2009	2010				2011			
	Total	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	Total
I. Gobierno	169	(3.363)	(2.914)	(3.466)	8.974	(769)	(8.782)	(2.795)	(11.577)
Traslado de utilidades ^{b/}	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pesos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	169	(3.363)	(2.914)	(3.466)	8.974	(769)	(8.782)	(2.795)	(11.577)
II. TES regulación	2.444	(805)	(1.250)	(57)	(334)	(2.446)	(5)	(260)	(264)
Compras definitivas	3.000	0	0	0	0	0	0	0	0
Ventas definitivas	(499)	(800)	(1.199)	0	0	(1.999)	0	0	0
Vencimiento	(57)	(5)	(52)	(57)	(334)	(448)	(5)	(260)	(264)
III. Operación de liquidez del Emisor	(293)	(158)	4.366	1.627	(3.862)	1.974	2.995	2.108	5.103
Expansión ^{c/}	(1.087)	526	3.174	1.412	(3.033)	2.079	2.160	2.014	4.174
Contracción	794	(683)	1.192	215	(829)	(105)	835	94	929
IV. Divisas^{d/}	265	764	2.341	433	2.283	5.822	2.329	2.193	4.522
Opciones <i>put</i> para control de volatilidad	1.154	0	0	0	0	0	0	0	0
Opciones <i>call</i> para control de volatilidad	(888)	0	0	0	0	0	0	0	0
Subasta de compra directa	0	764	2.341	433	2.283	5.822	2.329	2.193	4.522
V. Otros e/	766	238	173	134	205	750	202	198	400
Variación total de la base	3.352	(3.323)	2.716	(1.329)	7.267	5.330	(3.261)	1.445	(1.815)
Saldo de la base monetaria	39.545	36.222	38.937	37.608	44.875	44.875	41.614	43.060	43.060

a/ Estas cifras corresponden al cierre del mes.

b/ El 27 de febrero de 2009 se giraron las utilidades al Gobierno en dólares (USD320,4 m; es decir, COP818,6 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.

reducción en el saldo del portafolio de TES en poder del Banco como resultado de vencimientos por COP264 mm.

Esto fue contrarrestado parcialmente por las compras netas de divisas del Banco en el mercado cambiario por COP4.522 mm (USD2.460 m) mediante el mecanismo de subastas de compra directa y la mayor liquidez otorgada por el Emisor en operaciones con el sistema financiero (COP5.103 mm), en particular, con aumento de repos por COP4.174 mm y reducción de depósitos remunerados no constitutivos de encaje por COP929 mm.

ii. Usos de la base monetaria

Entre enero y junio de 2011 la demanda de base monetaria presentó una variación promedio anual de 15,2%, superior en 5,6 pp a la observada en igual período de 2010.

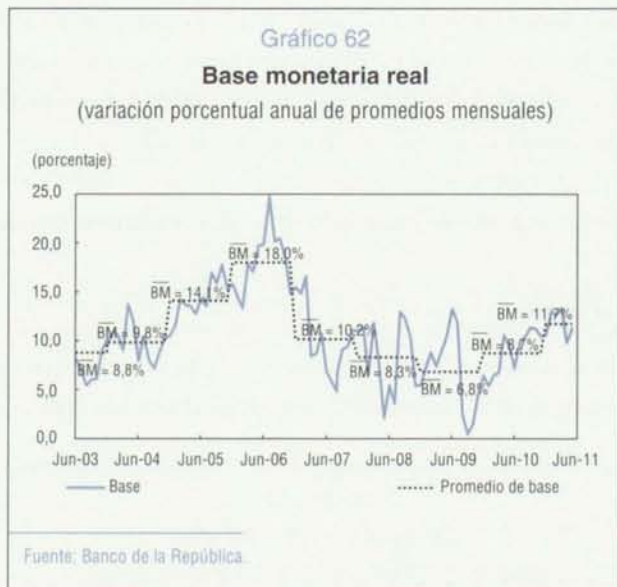
En términos reales, este resultado implicó un aumento anual promedio de 11,7%, mayor en 4,3 pp al observado entre enero y junio de 2010 (Gráfico 62).

Lo anterior, producto del incremento de efectivo en poder del público y de la reserva bancaria del sistema financiero, cuyos promedios anuales se situaron para lo corrido de 2011 en 15,9% y 14,1%, respectivamente (12,4% y 10,6% en términos reales). El crecimiento nominal del efectivo fue mayor en 9 pp al observado entre enero y junio de 2010, mientras que el de la reserva fue inferior en 0,8 pp.

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 activos³⁴, mientras que los pasivos sujetos a encaje (PSE) constituyen sus principales pasivos. 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 de una desaceleración continua tanto en el crecimiento de los activos como de los pasivos de los establecimientos de crédito hasta el primer semestre de 2010 (Gráfico 63). A partir de ese momento se ha venido presentando una aceleración en el crecimiento del balance en general. A esto



³⁴ Para el presente análisis se consideran como pasivos de los establecimientos de crédito los repos con el Banco de la República 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.

ha contribuido la dinámica de la cartera y las inversiones en moneda nacional, que constituyen las principales operaciones activas de los establecimientos de crédito. Así, a finales de junio de 2011, el saldo consolidado de estas operaciones presentó un aumento anual de 16,2%. Por su parte, los principales pasivos de los establecimientos de crédito (repos con el Banco y PSE) también han acelerado su ritmo y en junio pasado su saldo presentó una variación anual de 15,5%.

i. Fuentes

En el último año hasta junio de 2011 la principal fuente de financiación de los establecimientos de crédito correspondió a los PSE (Cuadro 5). En particular, a finales de junio de 2011 el saldo de



los PSE presentó un incremento anual de COP25.185 mm (14,2%). Esta variación se explica por el mayor saldo en cuentas de ahorro y corrientes por COP16.461 mm y COP4.566 mm, respectivamente, equivalentes a variaciones nominales anuales de 22,9% y 17,9%. Los bonos presentaron una variación anual de COP2.829 mm (21,8%), mientras que el aumento de depósitos por medio de CDT fue COP1.555 (2,6%). Este último resultado representó una recuperación de su dinámica frente a lo ocurrido en 2010, cuyo saldo anual cayó en junio de ese año.



El comportamiento de los PSE condujo a un aumento promedio anual del M3 de 12,3% en lo corrido del año a junio (8,9% en términos reales) (Gráfico 64). Por otra parte, con información disponible a mayo de 2011, al discriminar el M3 entre los sectores público y privado, los crecimientos nominales anuales fueron 4,8% y 15,8%, respectivamente.

ii. Usos

En 2010 los activos de los establecimientos de crédito estuvieron dirigidos más hacia el crédito que hacia las inversiones (Cuadro 5 y Gráfico 65), situación que no ha cambiado en lo corrido de 2011 hasta junio. En particular, mientras que el saldo de las inversiones en moneda nacional presentó un incremento anual de COP3.957 mm

Cuadro 5
Principales cuentas del balance
de los establecimientos de crédito
(miles de millones de pesos)

	Saldos fin de mes ^{a/}			Variación anual absoluta		Variación porcentual anual	
	Jun-09	Jun-10	Jun-11	Jun-10	Jun-11	Jun-10	Jun-11
Activo							
Posición propia de contado ^{b/}	3.955	415	1.318	(3.179)	940	80,4	226,5
Reserva bancaria	11.783	13.464	15.782	1.682	2.317	14,3	17,2
OMA pasiva del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	14	708	3	693	(705)	4.792,8	-99,6
Total cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda nacional ^{c/}	143.498	151.031	180.159	7.534	29.128	5,2	19,3
Cartera bruta	130.637	137.496	163.992	6.859	26.496	5,3	19,3
Cartera bruta con <i>leasing</i>	12.861	13.535	16.167	674	2.632	5,2	19,4
Inversiones	44.761	53.651	57.608	8.890	3.957	19,9	7,4
Otros activos netos ^{d/}	(819)	(916)	(1.309)	(459)	(430)	11,9	42,8
Total	203.192	218.353	253.561	15.161	35.208	7,5	16,1
Pasivo	171.240	181.313	209.404	10.074	28.091	5,9	15,5
Repos con el Banco de la República	7.298	3.709	6.615	(3.589)	2.905	-49,2	78,3
PSE	163.942	177.604	202.789	13.662	25.185	8,3	14,2
Cuentas corrientes	21.706	25.526	30.092	3.821	4.566	17,6	17,9
Ahorros	60.645	71.857	88.317	11.211	16.461	18,5	22,9
CDT	65.369	59.077	60.632	(6.291)	1.555	-9,6	2,6
Bonos	9.818	12.950	15.778	3.131	2.829	31,9	21,8
Depósitos fiduciarios	3.777	5.151	4.686	1.374	(465)	36,4	-9,0
Depósitos a la vista	2.394	2.747	3.281	353	534	14,7	19,4
Repos con el sector real	232	296	2	63	(294)	27,1	-99,3
Patrimonio	31.952	37.039	44.157	5.087	7.117	15,9	19,2
Total	203.192	218.353	253.561	15.161	35.208	7,5	16,1

a/ La información corresponde a los cierres monetarios en cada año, los cuales pueden diferir de los saldos de cierre calendario.

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/ No incluye titularizaciones de cartera hipotecaria, pues estas hacen parte de las inversiones.

d/ 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.

(7,4%) hasta junio de 2011, el saldo de balance de la cartera bruta de los establecimientos de crédito en moneda nacional mostró una variación anual de COP29.128 mm (19,3%). Al incluir el valor de las titularizaciones dentro de esta cartera, su saldo total fue COP186.627 mm en junio de 2011, con una variación anual de COP30.885 mm (19,8%) (Cuadro 6).

En moneda nacional y por importancia en el total de la cartera, se destaca la recuperación de las carteras comercial y de consumo, las cuales en junio de 2011 presentaron incrementos anuales en términos nominales de 17,4% y 24,8%, respectivamente, superiores en 15,9 pp en ambos casos frente a lo observado un año antes. El crecimiento de la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones fue 17,1% en junio de 2011, es decir, 2,2 pp superior al registrado en igual fecha de 2010.

En términos reales la cartera ajustada en moneda nacional continúa recuperándose. Después de exhibir un crecimiento anual de 1,8% en mayo de 2010, esta variación fue 16,1% en junio de 2011 (Gráfico 66). Por modalidad de crédito, todos los tipos de cartera han presentado recuperaciones en su ritmo de aumento, principalmente

Cuadro 6
Cartera bruta del sistema financiero^{a/}

	Saldo en miles de millones de pesos fin de junio de			Crecimiento porcentual anual fin de junio de		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
A. Moneda nacional	148.232	155.741	186.627	13,8	5,1	19,8
Comercial ^{b/}	90.207	91.552	107.463	18,5	1,5	17,4
Consumo ^{c/}	39.622	43.151	53.838	2,8	8,9	24,8
Hipotecaria ajustada ^{d/}	14.887	17.111	20.039	10,6	14,9	17,1
Microcrédito ^{e/}	3.516	3.927	5.286	59,5	11,7	34,6
B. Moneda extranjera	4.688	5.657	11.848	(28,7)	20,7	109,4
Total cartera ajustada (A + B)	152.919	161.399	198.474	11,7	5,5	23,0
Memo ítem						
Hipotecaria ^{f/}	10.152	12.401	13.572	3,3	22,2	9,4

a/ Sin FEN y sin entidades en liquidación. Incluye *leasing*. Datos al cierre del mes monetario.

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 ajustadas 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.

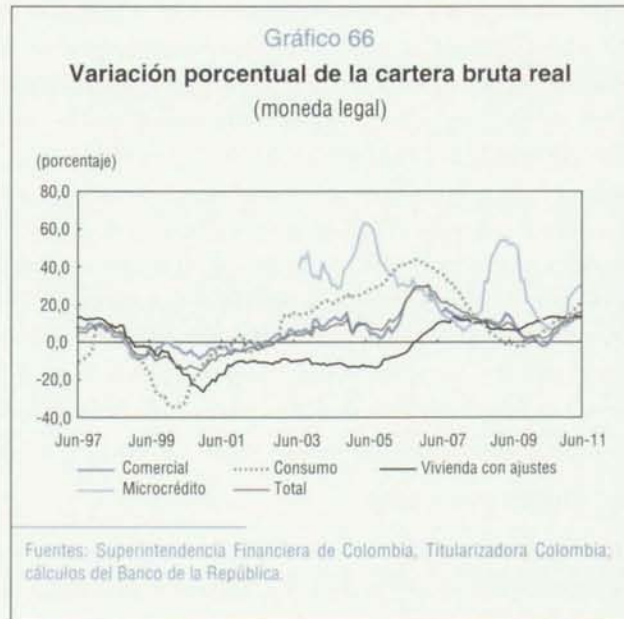
la comercial y de consumo. En junio de 2011 la variación anual real de la cartera comercial en moneda nacional fue 13,7% y la de la de consumo 20,9%. Lo anterior fue el resultado de la recuperación de la economía y del relajamiento monetario por parte de la JDBR, lo que llevó a una reducción importante en las tasas de interés.

3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero

En esta sección se analiza la exposición de las entidades del sistema financiero a los riesgos de crédito, mercado y liquidez. Para esto se utilizan indicadores que permiten hacer su seguimiento.

En el caso del riesgo de crédito se utiliza el indicador de mora (IM), definido como la razón entre la cartera en mora³⁵ y la cartera total, y el indicador de calidad de cartera (IC) calculado como la proporción que representa la cartera riesgosa³⁶ dentro de la cartera total. Este análisis es complementado con las matrices de transición, las cuales muestran la probabilidad de permanecer en una calificación de crédito o migrar hacia otra. Finalmente, se analizan las cosechas, las cuales hacen referencia a la evolución del riesgo de los créditos otorgados en un período específico. Como se detallará, la reducción del IM y el IC en el último año, acompañada de mejoras en las cosechas y reducción en la probabilidad de migrar hacia peores calificaciones, evidencian una caída en la exposición al riesgo de crédito de los intermediarios financieros en todas las modalidades de crédito.

En cuanto al riesgo de mercado, se analiza la evolución del saldo total del portafolio propio y administrado de títulos de deuda pública (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 a continuación, este ejercicio muestra que en lo corrido del año el riesgo de mercado de los bancos comerciales y los fondos administrados por las sociedades fiduciarias (SFD) aumentó, explicado por un incremento en el saldo del portafolio de TES de estas entidades; en el mismo período sucedió lo contrario para los fondos manejados por las administradoras de fondos de pensiones (AFP), las cuales redujeron su exposición a este riesgo.



³⁵ La cartera en mora es aquella que presenta un incumplimiento igual o superior a treinta días.

³⁶ 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 entidad³⁷. 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. Asimismo, 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 año el IRL evidenció una disminución en la liquidez de las entidades. A pesar de esto, los ejercicios de sensibilidad muestran que la posición de las entidades en cuanto a liquidez les permite sobrellevar choques importantes en sus depósitos.

a. Riesgo de crédito

Durante los primeros meses de 2011 se observó un buen comportamiento en el portafolio de créditos de los intermediarios financieros, el cual ha estado caracterizado por un alto crecimiento de la cartera y una disminución de la cartera en mora y riesgosa, acompañado de ligeras mejoras en los indicadores de riesgo para todas las modalidades de cartera.

En relación con la calidad de los créditos, exceptuando los préstamos dirigidos al microcrédito, la cartera en mora y la riesgosa cayeron en términos reales para el total y para todas las modalidades de crédito; sin embargo, el ritmo al que venían reduciéndose ha disminuido. Este comportamiento estuvo acompañado por disminuciones en el IM y el IC con respecto a los observados un año antes. En el caso de la cartera total, el IM y el IC se ubicaron en 3,4% y 7,4% en abril de 2011, en su orden, lo que refleja una disminución de 1,52 pp y 2,14 pp frente a lo observado en el mismo mes de 2010 (Cuadro 7 y Gráfico 67).

Al evaluar el riesgo de crédito utilizando las matrices de transición y las cosechas, se observa una disminución en los niveles de riesgo de crédito durante el primer trimestre del año. En relación con las matrices se observó un comportamiento generalizado para todas las modalidades de crédito, el cual estuvo caracterizado por una reducción en la probabilidad de migrar hacia peores calificaciones, combinado con un aumento en la probabilidad de mantenerse en la misma calificación. De la misma manera, las cosechas del primer trimestre de 2011 para todas las modalidades mostraron una mejora al registrar un indicador de calidad superior al observado durante los últimos dos años. Esto sugiere que, a pesar del mayor crecimiento de la cartera, este no se ha traducido en un deterioro en la calidad de la misma.

En conclusión, a pesar de que la cartera ha venido presentado un aumento considerable para todas sus modalidades durante los cuatro primeros meses del año, este

³⁷ 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.

Cuadro 7
Indicadores de riesgo de crédito

Modalidad	Indicador de mora		Indicador de calidad de la cartera	
	Abril de 2010	Abril de 2011	Abril de 2010	Abril de 2011
Cartera total	5,0	3,4	9,5	7,4
Comercial	3,3	2,0	9,1	6,9
Consumo	6,6	4,8	10,5	8,1
Hipotecaria ^{a/}	10,7	9,1	7,9	7,4
Microcrédito	6,1	4,8	9,1	7,4

a/ La cartera de vivienda presenta un IM mayor al IC. Esto se explica porque el tránsito 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 hipotecarios. En las demás modalidades de cartera, en ocasiones, el riesgo antecede a la mora. Véase Circular Básica Contable y Financiera (C. E. 100 de 1995), capítulo II, Anexo 1.

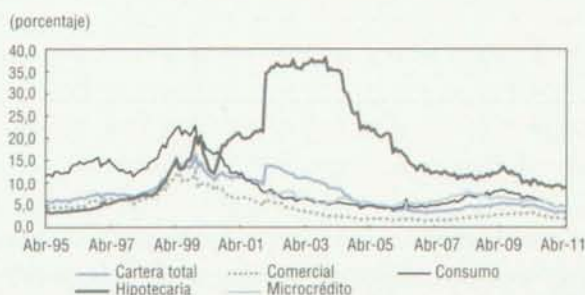
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

comportamiento no se ha traducido en un mayor riesgo de crédito para el sistema financiero. Además, las nuevas colocaciones han tenido un mejor comportamiento que aquellas hechas durante los últimos dos años. A pesar de esto, debido al alto crecimiento de la cartera, resulta necesario continuar con el monitoreo de los indicadores con el objetivo de identificar situaciones que puedan generar una mayor vulnerabilidad para el sistema financiero.

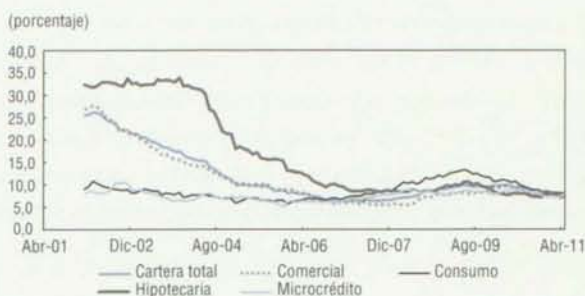
b. Riesgo de mercado

Los portafolios que concentran la mayor cantidad de TES son los administrados por las AFP, por las SFD y los bancos comerciales. Como lo muestra el Cuadro 8, el portafolio de estas entidades registró, a julio de 2011, un valor de COP30,6 b, COP30,2 b y COP26,2 b, respectivamente.

Gráfico 67
A. Indicador de mora



B. Indicador de calidad de la cartera



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

Cuadro 8
Saldo portafolio de TES
(cifras en billones de pesos)

	Portafolio TES		
	Diciembre de 2010 ^{a/}	Julio de 2011 ^{b/}	Diferencia
Bancos	24,0	26,2	2,2
Administradoras de fondos de pensiones	31,9	30,6	(1,3)
Sociedades fiduciarias	27,2	30,2	2,9

a/ Datos al 31 de diciembre de 2010.
b/ Datos al 01 de julio de 2011.
Fuente: Banco de la República.

Este valor es superior en COP2,9 b al registrado al finalizar el año 2010 para las SFD y COP2,2 b para los bancos comerciales. Mientras que las AFP presentaron una disminución de COP1,3 b en la tenencia de estos títulos en el mismo período.

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, el monto expuesto³⁸ para estos a julio de este año fue de COP17,8 b, valor similar al registrado en diciembre de 2010.

Para analizar la exposición al riesgo de mercado de las entidades del sistema financiero se realizó un ejercicio de sensibilidad en el que se supone un incremento paralelo de 200 pb³⁹ 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 han disminuido para las AFP en el transcurso del primer semestre del año, mientras que para los bancos comerciales y SFD esta pérdida habría aumentado (Cuadro 9).

Con base en el análisis anterior se puede concluir que la exposición al riesgo de mercado ha aumentado en el último semestre para los bancos comerciales y las SFD, debido al incremento en el valor de su portafolio de títulos de deuda pública. La exposición de las AFP ha disminuido como resultado del descenso en el valor del portafolio de estos títulos; no obstante, 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 resultados adversos sobre el balance de las entidades financieras.

³⁸ El monto expuesto se define como el saldo de títulos de deuda pública que está sujeto a cambios en el precio del mercado. De esta forma, este corresponde a la suma de los títulos negociables y los que están disponibles para la venta.

³⁹ Es importante resaltar que este es un escenario extremo y poco probable.

Cuadro 9
Ejercicio de sensibilidad

(cifras en billones de pesos)

	Pérdidas por choque de 200 pb		
	Diciembre de 2010 ^{a/}	Julio de 2011 ^{b/}	Diferencia
Bancos	0,93	0,94	0,01
Administradoras de fondos de pensiones	3,75	3,59	-0,16
Sociedades fiduciarias	1,86	2,15	0,29

^{a/} Datos al 31 de diciembre de 2010.
^{b/} Datos al 01 de julio de 2011.
Fuente: Banco de la República.

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 tiempo⁴⁰:

$$\frac{\text{Activos líquidos} + \text{Requerimiento neto de liquidez}}{\text{Activo total} - \text{Activos líquidos}}$$

El siguiente análisis utiliza un promedio ponderado de las últimas cuatro observaciones disponibles de IRL con el objetivo de reducir la volatilidad del indicador.



El análisis muestra que el nivel de liquidez de los diferentes grupos de entidades se redujo durante los primeros meses de 2011, con excepción de las cooperativas, para las cuales aumentó en dicho período (Gráfico 68). Para el 13 de mayo el nivel de IRL para el sistema financiero registró un valor de 10,1%, el cual es cerca de 5 pp inferior al observado en la misma semana del año anterior (14,9%). La mayor parte de las entidades bancarias exhibió un indicador de liquidez inferior al registrado en la misma semana del año anterior.

⁴⁰ El requerimiento neto de liquidez corresponde a la suma del flujo neto de caja por vencimientos contractuales de activos, pasivos y posiciones fuera de 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.

Finalmente, 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 depósitos de 4%⁴¹. De acuerdo con los resultados, las entidades pueden soportar el choque durante la primera semana sin enfrentarse a un alto riesgo de liquidez. Cuando se analizan los resultados para la brecha de liquidez de quince días, se observa que dos de las entidades registrarían un IRL negativo después del choque, lo que indica que su situación de liquidez no ofrece una resistencia suficiente a un choque de este tipo.

En conclusión, se observó una reducción en los niveles de liquidez de los establecimientos de crédito durante los primeros meses de 2011; sin embargo, continúan presentando una posición holgada de liquidez con la que podrían resistir retiros considerables de sus depósitos en un horizonte de una semana.

E. Sector externo

1. Evolución de la tasa de cambio en 2011

a. Tasa de cambio nominal

En el primer semestre de 2011 el comportamiento de la tasa de cambio estuvo asociado con factores tanto externos como internos. En cuanto a los externos, como se mencionó en el capítulo I, la apreciación del peso se ha dado en un contexto de precios internacionales de productos básicos elevados, disminuciones de las primas de riesgo de las principales economías de la región, importantes flujos de capitales hacia las economías emergentes y un debilitamiento generalizado del dólar.

La debilidad del dólar frente a la mayoría de monedas se explica por factores estructurales y de corto plazo. Los primeros se asocian con lo observado en las últimas décadas en los Estados Unidos: bajo nivel de ahorro, deuda elevada (pública y privada) e incremento en el déficit de cuenta corriente. Esto ha generado fuertes desbalances, los cuales han afectado el comportamiento de sus principales variables macroeconómicas y han debilitado el valor de su moneda. Los factores de corto plazo obedecen a la alta liquidez⁴² y al incremento acelerado en los niveles de deuda, lo que ha afectado tanto la prima de riesgo como la cotización del dólar. El mejor dinamismo observado en las principales economías emergentes, junto con unas perspectivas fiscales más favorables que las registradas en la mayor economía del mundo, también han incrementado las preferencias por monedas distintas al dólar.

⁴¹ 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 observado históricamente para cada entidad.

⁴² Generada por una política monetaria bastante laxa a raíz de la crisis financiera en los Estados Unidos. Dicha política pretende bajar las tasas de interés de largo plazo, cuyo efecto ha sido el debilitamiento del dólar frente a otras monedas.

En el panorama interno, después de la fuerte depreciación registrada a finales de 2010⁴³, el peso se apreció frente al dólar a lo largo del primer semestre del presente año. Ello se dio en un contexto de expectativas por parte del mercado acerca de una mejora en la calificación de la deuda pública, lo cual fue ratificado por las calificadoras de riesgo en los meses de mayo y junio.

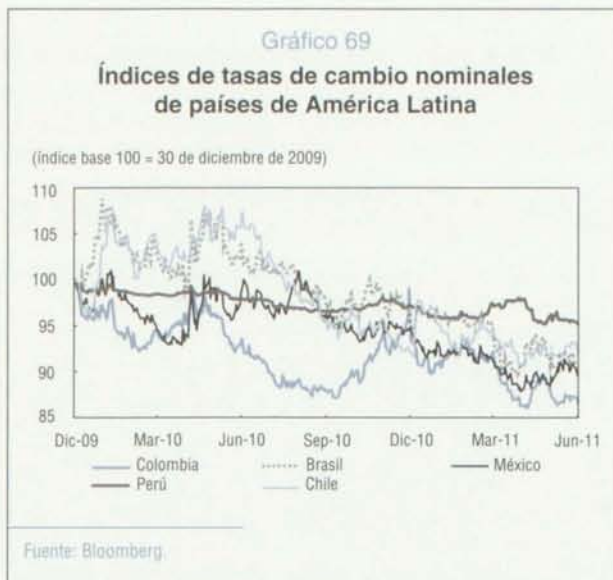
Ante este panorama, y con una elevada probabilidad de cumplir con el rango meta de inflación en 2011, la JDBR decidió comprar reservas internacionales por al menos USD20 m diarios. Dicho programa fue iniciado el 14 de septiembre de 2010 y prolongado al menos hasta el 30 de septiembre de 2011. El Gobierno también anunció que compraría dólares en el mercado interno en lo que resta de 2011.

Durante el primer semestre de 2011 (hasta el 30 de junio) el peso colombiano se apreció 7,3% frente al dólar. En el mismo período el euro, la libra y el yen se revaluaron 8,4%, 3,9% y 1,2%, en su orden. En la región el real brasilero, el peso mexicano, el sol peruano y el peso chileno presentaron una revaluación de 5,8%, 5,5%, 2,0% y 0,2%, respectivamente. Aunque en lo corrido de 2011 el peso colombiano es la moneda que ha registrado la mayor revaluación en la región, desde el inicio del actual programa de acumulación de reservas es la moneda menos revaluada (Gráfico 69 y Cuadro 10).

b. Tasa de cambio real

Cuando se analiza el comportamiento del tipo de cambio y su efecto sobre la competitividad de un país se debe tener en cuenta la evolución de los precios internos y externos. En otras palabras, se debe comparar en la misma moneda los precios relativos de los bienes y servicios producidos en los mercados internacionales con los elaborados internamente.

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.



⁴³ Se dio un evento puntual, junto con baja liquidez en el mercado, que llevaron a la tasa de cambio a un máximo de COP2.028,13 por dólar el 28 de diciembre.

Cuadro 10
Tasas de cambio frente al dólar
(variación porcentual)

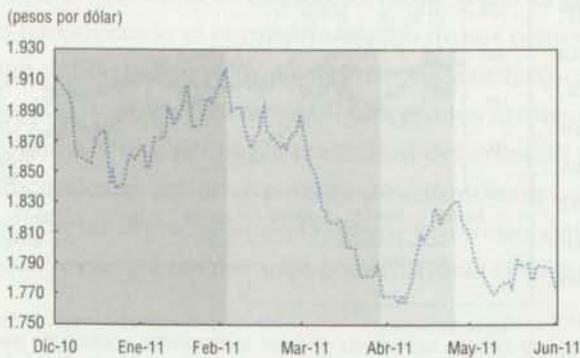
	Enero de 2002 a enero de 2009	2010	14 de septiembre a junio de 2011	Enero a junio de 2011
Colombia	(10,7)	(6,4)	(0,9)	(7,3)
Brasil	(24,7)	(4,7)	(8,6)	(5,8)
México	42,5	(5,2)	(8,7)	(5,5)
Perú	(16,1)	(2,8)	(1,4)	(2,0)
Chile	(23,2)	(7,8)	(5,4)	(0,2)
Euro	(38,2)	7,9	(10,4)	(8,4)
Libra	(9,7)	4,2	(3,2)	(3,9)
Yen	(29,5)	(11,8)	(3,0)	(1,2)

Fuentes: Banco de la República y Bloomberg.

Durante el primer semestre de 2011 el comportamiento del peso colombiano fue heterogéneo, y se puede dividir en cuatro períodos, señalados en el Gráfico A. En los dos primeros meses del año el peso se mantuvo relativamente estable, presentando una revaluación en enero y una devaluación en febrero de magnitud similar. En enero el peso se fortaleció en un entorno de recuperación de la liquidez en el mercado, donde se revirtió aquel salto que presentó a finales de 2010. A su vez, los datos económicos mejores a los esperados por el mercado, la visita de S&P para iniciar la revisión de la calificación soberana y el aumento en los precios de los productos básicos de exportación contribuyeron a dicha revaluación. En febrero, en un escenario de aumento en la aversión al riesgo por los conflictos políticos de algunos países

de Oriente Medio, el peso retomó la tendencia de devaluación observada al inicio del actual programa de compra de reservas internacionales.

Gráfico A
Tasa de cambio promedio



Fuente: Banco de la República.

Durante marzo y abril el peso presentó una tendencia a fortalecerse, acentuada especialmente en abril. Este comportamiento se observó en un momento de monetización por parte del sector

público y del sector real. También, fue un período en el cual se incrementó la oferta de dólares *forward* por parte de los agentes del exterior hacia los intermediarios del mercado cambiario (IMC) y se dio una mejora de la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia a grado de inversión por parte de S&P¹. La publicación de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre de 2010, cuyo dato fue mejor al esperado por el mercado, así como la reducción en la aversión al riesgo internacional y en las primas de riesgo, fueron variables que también explicaron la apreciación del peso en dicho período.

Entre el 1 y el 27 de mayo el peso se devaluó en un contexto de demanda de dólares *forward* por parte de agentes del exterior a los IMC, una disminución en los precios de productos básicos, un aumento en las primas de riesgo de países emergentes (EMBI y CDS), y una mayor aversión al riesgo ante el incremento en las preocupaciones sobre la situación fiscal y la capacidad de pago de algunos países europeos. En este período el Ministerio de Hacienda realizó compras de dólares después de haber anunciado que no realizaría más monetizaciones entre mayo y diciembre de 2011, y que realizaría compras de dólares por USD1.200 m en ese mismo período².

Entre el 27 de mayo y el 30 de junio el peso ha presentado una revaluación en un escenario de aumento de la calificación de Colombia en moneda extranjera a grado de inversión por parte de Moody's y Fitch, de expectativas de monetizaciones del sector real para el pago de impuestos³, y de datos de crecimiento económico del primer trimestre de 2011 mejores a los esperados⁴.

Las cifras de la balanza cambiaria muestran los movimientos de divisas en el mercado *spot* de los IMC con los demás agentes de la economía y transacciones canalizadas a través del Banco de la República. En lo corrido de 2011 hasta junio tanto las operaciones de la cuenta de capital del sector privado como las del sector público presentaron reintegros netos por USD5.522 m y USD3.844 m, respectivamente. Estos flujos fueron parcialmente compensados por las operaciones de la cuenta corriente, las cuales registraron salidas netas por USD6.141 m. Dentro de estas últimas la balanza comercial registró giros netos por USD5.450 m (USD4.983 m de exportaciones y USD10.433 m de importaciones). En la cuenta de capital del sector privado se destacan los reintegros por IED (USD6.584 m),

¹ El 16 de marzo de 2011 S&P anunció el cambio en la calificación de la deuda colombiana en moneda extranjera, así: para la de largo plazo de BB+ a BBB- y para la de corto plazo de B a A3, con panorama estable.

² Con los que se creará un fondo en el exterior para pagar un bono de deuda externa que vence en enero de 2012.

³ Entre el 8 y el 21 de junio se debe pagar la tercera cuota de grandes contribuyentes y la segunda de personas jurídicas.

⁴ El dato publicado fue 5,1%, mientras que el mercado esperaba 4,8%.

particularmente en los sectores de petróleo y minería, así como los de endeudamiento externo (USD705 m). Por otra parte, la inversión de portafolio y las operaciones hacia cuentas en el exterior generaron salidas por USD288 m, y USD1.479 m respectivamente, las cuales contrarrestaron parcialmente los ingresos (Cuadro A).

Cuadro A
Balanza cambiaria^{a/}
Cifras en millones de dólares

	Enero a diciembre de 2010	Enero a junio de 2010	Enero a junio de 2011
I. Reintegros netos de cuenta corriente (1 + 2 + 3)	(10.412)	(4.852)	(6.141)
1. Rendimiento de las reservas internacionales	149	(3)	215
2. Intereses de la deuda de DGCPTN	(1.932)	(968)	(1.124)
3. Resto (i + ii + iii) ^{b/}	(8.630)	(3.881)	(5.232)
i. Balanza comercial de bienes (a + b)	(9.023)	(4.196)	(5.450)
a. Exportaciones de bienes ^{c/}	8.442	3.728	4.983
b. Importaciones de bienes	(17.465)	(7.923)	(10.433)
ii. Reintegros netos por servicios financieros	(2.610)	(1.142)	(1.225)
iii. Reintegros netos por servicios no financieros	3.004	1.457	1.443
II. Reintegros netos de capital privado (1 + 2 + 3 + 4)	6.791	2.641	5.522
1. Préstamos	(1.181)	(411)	705
2. Inversión directa (i + ii)	9.123	4.326	6.584
i. Extranjera en Colombia (a + b)	9.485	4.534	7.391
a. Petróleo y minería	7.973	3.953	6.299
b. Directa y suplementaria, otros sectores	1.512	581	1.092
ii. Colombiana en el exterior	(361)	(208)	(806)
3. Inversión de portafolio (i + ii)	1.455	(136)	(288)
i. Extranjera en Colombia	2.349	322	1.139
ii. Colombiana en el exterior	(894)	(458)	(1.427)
4. Operaciones especiales ^{d/}	(2.606)	(1.138)	(1.479)
III. Reintegros netos de capital oficial ^{e/}	6.657	3.361	3.844
IV. Otras operaciones especiales ^{f/}	62	(104)	(486)
V. Variación de las reservas internacionales brutas (I + II + III + IV)	3.099	1.047	2.740

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.

En lo corrido del año a junio de 2011 los índices bilaterales de la TCR, que utilizan como medidas de precios el IPC o el índice de precios del productor (IPP), revelan que frente a los principales socios comerciales⁴⁴ el peso colombiano se apreció. Por su parte, para el mismo período, el peso colombiano se depreció frente al real brasileño, el bolívar venezolano, los pesos mexicano y chileno, y el yen, tanto en las medidas de IPP como en las de IPC (Cuadro 11).



Cuadro 11
Tasa de cambio bilateral: peso colombiano
frente a otras monedas extranjeras

	2003-2009 ^{a/}		2010 ^{b/}		2011 ^{b/}	
	IPP	IPC	IPP	IPC	IPP	IPC
Estados Unidos	(2,4)	(4,5)	(7,3)	(12,5)	(1,7)	(5,9)
Venezuela	2,5	(1,3)	(22,1)	(21,1)	2,9	7,4
Ecuador	(1,6)	(2,5)	(10,3)	(10,8)	(6,5)	(5,1)
México	(5,0)	(7,5)	(4,2)	(3,9)	0,0	0,8
Brasil	7,8	4,4	3,6	0,0	11,8	7,3
Zona del euro	1,9	0,6	(14,5)	(16,3)	1,1	(0,8)
Perú	(1,0)	(2,1)	(5,9)	(6,7)	(2,4)	(3,9)
Japón	(1,1)	(2,6)	(7,7)	(8,7)	2,5	2,1
Chile	2,8	(1,0)	(6,9)	(4,2)	3,9	4,0
Canadá	(0,5)	(0,5)	(2,9)	(2,8)	(0,2)	(0,3)
Inglaterra	(3,3)	(3,6)	(10,4)	(10,6)	0,6	1,0

a/ Variaciones promedio entre enero y diciembre.
b/ Variaciones promedio entre enero y junio.
Fuente: Banco de la República.

⁴⁴ Canadá, los Estados Unidos, México, Panamá, Venezuela, Ecuador, Brasil, Perú, Chile, Argentina, Inglaterra, Alemania, Holanda, España, Francia, Italia, Bélgica, Suiza, Suecia y Japón.

En los gráficos 70 y 71 se presenta el comportamiento del ITCR-IPP e ITCR-IPC, indicadores que corresponden al promedio ponderado de los índices bilaterales de acuerdo con la importancia comercial que tiene cada país con Colombia. En ambos se observa una caída del índice que implicó una revaluación real promedio anual a mayo de 2,2% según el ITCR-IPP y de 4,4% según el ITCR-IPC. Esta apreciación ha llevado a la TCR a niveles cercanos e inferiores a sus promedios históricos, calculados desde 1970.



En el análisis de la TCR es importante tener en cuenta lo sucedido con Venezuela. En los últimos tres años, especialmente en 2010, este país experimentó una fuerte depreciación de su moneda, la cual no se ha reflejado totalmente en los precios internos. Por tal motivo, la tasa de cambio bilateral frente a dicho país se ha apreciado significativamente e impactó de forma considerable el nivel del ITCR⁴⁵ (Gráfico 72)⁴⁶. Desde diciembre de 2009 y hasta junio de 2011 dicho impacto se situó en un valor cercano al 8,0%.

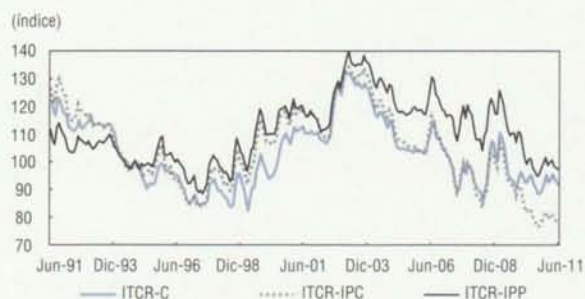


Un indicador adicional de competitividad es el ITCR-C, el cual representa una tasa de cambio real multilateral con respecto a los países que compiten con nuestros principales productos de exportación (café, banano, flores y textiles) en el mercado estadounidense. Este indicador refleja una menor pérdida de competitividad; entre enero y junio de 2011 en promedio el ITCR-C se apreció 0,3% en términos anuales (Gráfico 73).

⁴⁵ Desde marzo de 2008 el cálculo del ITCR incluye una medida de tasa de cambio nominal del bolívar del mercado paralelo, lo que acentúa dicha devaluación.

⁴⁶ Los índices se igualan a 100 en febrero de 2008, cuando Venezuela alcanzó su mayor participación en el comercio no tradicional.

Gráfico 73
ITCR de competitividad
en los Estados Unidos
(1994=100)



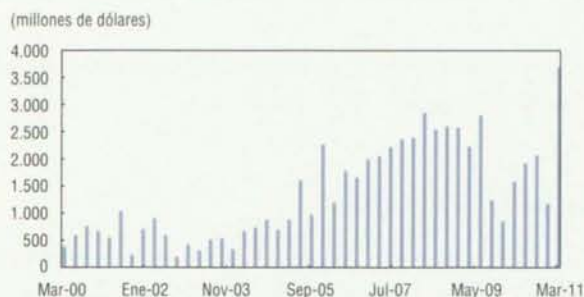
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 74
Términos de intercambio
(1994=100)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 75
Inversión extranjera directa en Colombia



Nota: se excluye la operación de compra de Bavaria en el cuarto trimestre de 2005 por USD4.502 m.

Fuente: Banco de la República.

c. Factores que han incidido en el comportamiento de la tasa de cambio real

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. Por ejemplo, aumentos en los términos de intercambio (TI) generan mayores ingresos a la economía, hecho que tiende a apreciar la TCR. En este contexto, Colombia registró mejoras en sus TI, las cuales se acentuaron recientemente, alcanzando registros históricos como resultado de las altas cotizaciones internacionales de los productos básicos de exportación (Gráfico 74).

Por otro lado, las bajas tasas de interés internacionales, la menor aversión al riesgo y las perspectivas relativamente débiles en las economías avanzadas han atraído flujos de capital a los mercados emergentes, y Colombia no ha sido la excepción. El Gráfico 75 muestra que durante el primer trimestre del año los flujos de IED (USD3.698 m) aumentaron en USD2.518 m frente al trimestre inmediatamente anterior y frente a lo registrado en marzo de 2010 (USD2.107 m). En el corto plazo este incremento en los recursos puede generar un efecto hacia la apreciación real de la moneda, que en el largo plazo se debe revertir.

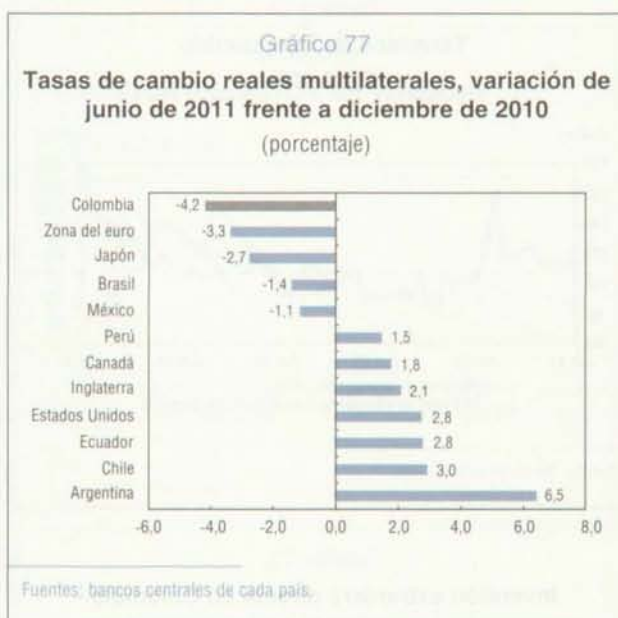
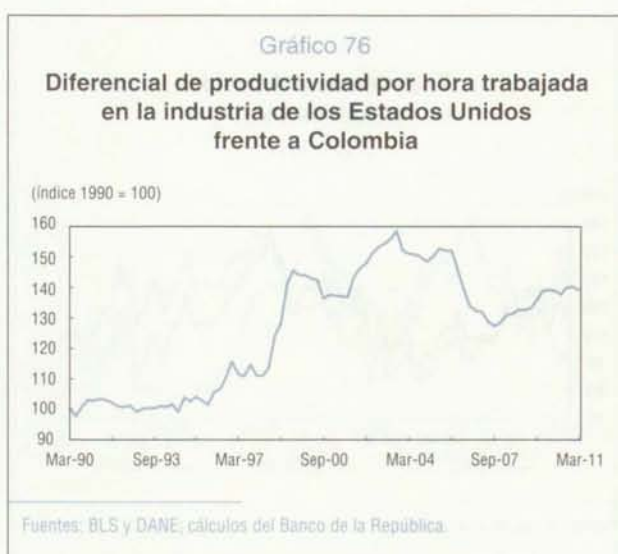
La competitividad de un país está determinada tanto por los costos de producción como por la eficiencia del sector transable. En este sentido, incrementos en la productividad en el sector de bienes de exportación se verán reflejados en apreciaciones reales de la tasa de cambio⁴⁷. En consecuencia, un fortalecimiento de la moneda no necesariamente obedece a una pérdida en competitividad, ya que puede ser el resultado de una ganancia en la productividad del sector transable. Desde finales de 2007 el mayor incremento del indicador de producción por hora trabajada de la industria de los Estados Unidos frente al mismo indicador de Colombia sugiere que no hay presiones hacia la apreciación originadas por este fundamental (Gráfico 76).

Finalmente, si bien las diferentes medidas de TCR muestran que en lo corrido del año Colombia ha presentado una apreciación real, este fenómeno también se ha dado en varios de nuestros socios comerciales (Gráfico 77). La mayor confianza en las economías emergentes, los términos de intercambio favorables, los consiguientes flujos de capital y la debilidad del dólar han fortalecido a varias monedas de la región.

2. Evolución reciente de la balanza de pagos

Como se presentará en el Recuadro 2, la balanza de pagos es un instrumento útil para determinar el déficit de la cuenta corriente y sus mecanismos de financiación.

⁴⁷ Una mayor productividad del sector transable (exportador) puede generar incrementos en los salarios de dicho sector. Si estos aumentos en los sueldos se trasladan al sector no transable y no son compensados con incrementos en la productividad, los precios de este grupo suben y la inflación aumenta; de esta forma, la TCR se aprecia.



En particular, la JDBR evalúa diferentes aspectos de dicha financiación con el fin de identificar qué proporción de los ingresos de capital extranjero se emplea para la constitución de activos externos y aquella que financia el gasto corriente. Adicionalmente, tiene en cuenta su estructura en términos de modalidad y plazos.

Específicamente, en 2010 la balanza de pagos mostró un déficit corriente de USD9.032 m que fue financiado con entradas de capital por USD11.948 m. También se presentó una acumulación de reservas internacionales de USD3.136 m. La cuenta de capitales incluyó flujos por IED en Colombia, por USD6.765 m, e inversión directa de colombianos en el exterior (IDCE) por USD6.562 m. Además, se recibieron USD5.498 m por concepto de deuda externa de largo plazo, la cual se utilizó principalmente para la financiación de la IDCE. Los restantes ingresos de inversión extranjera de portafolio por USD3.263 m y la deuda externa de corto plazo por USD4.253 m contribuyeron al financiamiento del déficit corriente de la balanza de pagos de 2010. Cabe señalar que los resultados al primer trimestre de 2011 indican que, al igual que en 2010, se contrataron créditos externos para realizar inversiones directas en el exterior, pero en montos muy inferiores, como se detallará más adelante.

Como se mencionó en el capítulo I, Colombia se ha beneficiado del comportamiento alcista de los precios internacionales de sus principales productos básicos de exportación. Debido a ello, y al incremento en la producción de algunos de los productos, en el primer trimestre de 2011 las exportaciones totales crecieron a un ritmo elevado. Esto compensó el fuerte aumento de las importaciones y permitió obtener un superávit en la balanza comercial de bienes. La salida de divisas debido a los rubros renta de factores y comercio de servicios no factoriales explicó el déficit en la cuenta corriente.

La abundante financiación externa, los elevados precios internacionales de los productos básicos y el menor riesgo observado en la mayoría de países emergentes continuaron favoreciendo el ingreso de capitales dirigidos hacia la región, y Colombia no fue la excepción. De esta forma, en el primer trimestre de 2011 la cuenta de capitales fue superavitaria, explicada principalmente por el ingreso de inversión extranjera, tanto directa como de portafolio, y por préstamos contratados por el sector privado.

Los principales resultados de la balanza de pagos durante el primer trimestre de 2011 fueron: un déficit en la cuenta corriente por USD1.980 m (2,5% del PIB trimestral), monto superior en USD702 m al registrado en el mismo período de 2010, cuando se situó en 1,9% del PIB trimestral; un superávit en la cuenta de capital y financiera por USD3.096 m (4,0% del PIB trimestral), superior en USD1.542 m al observado en el mismo período de 2010, y una acumulación de reservas internacionales brutas de USD1.216 m (Cuadro 12).

a. Cuenta corriente

El déficit corriente del primer trimestre del presente año (USD1.980 m) se explica por los resultados deficitarios en los rubros de renta factorial (USD3.344 m) y comercio

Cuadro 12
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	Enero a marzo		Variación (dólares)
	2010 (pr)	2011 (pr)	
I. Cuenta corriente (A + B + C)	(1.278)	(1.980)	(702)
Ingresos	12.002	15.713	3.711
Egresos	13.280	17.693	4.413
A. Bienes y servicios no factoriales	442	241	(201)
Ingresos	10.519	13.974	3.455
Egresos	10.077	13.733	3.656
1. Bienes	1.089	1.150	61
Ingresos	9.482	12.800	3.318
Egresos	8.393	11.649	3.257
2. Servicios no factoriales	(647)	(910)	(263)
Ingresos	1.037	1.174	137
Egresos	1.684	2.084	399
B. Renta de los factores	(2.665)	(3.344)	(678)
Ingresos	327	406	80
Egresos	2.992	3.750	758
C. Transferencias	945	1.123	177
Ingresos	1.156	1.333	176
Remesas de trabajadores	901	999	98
Otras transferencias	255	334	79
Egresos	211	210	(1)
II. Cuenta de capital y financiera (A + B)	1.554	3.096	1.542
A. Cuenta financiera (1 + 2)	1.554	3.096	1.542
1. Flujos financieros de largo plazo			
(b + c - a)	975	3.591	2.617
a. Activos	101	1.504	1.403
i. Inversión colombiana en el exterior	101	1.504	1.403
Directa	101	1.504	1.403
De cartera	0	0	0
ii. Préstamos	0	0	0
iii. Crédito comercial	0	0	0
iv. Otros activos	0	0	0
b. Pasivos	1.076	5.096	4.019
i. Inversión extranjera en Colombia	1.040	5.287	4.248
Directa	1.591	3.698	2.107
De cartera	(551)	1.590	2.141
ii. Préstamos	(13)	(445)	(431)
iii. Crédito comercial	(14)	(45)	(31)
iv. Arrendamiento financiero	64	298	234
v. Otros pasivos	0	0	0
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	0	0	0
2. Flujos financieros de corto plazo			
(b - a)	579	(495)	(1.074)
a. Activos	(148)	2.914	3.062
i. Inversión de cartera	37	1.529	1.492
ii. Crédito comercial	34	(162)	(196)
iii. Préstamos	46	638	591
iv. Otros activos	(265)	910	1.175
b. Pasivos	431	2.419	1.988
i. Inversión de cartera	(21)	829	851
ii. Crédito comercial	41	80	40
iii. Préstamos	346	1.467	1.122
iv. Otros pasivos	66	42	(24)
B. Flujos especiales de capital	0	0	
III. Errores y omisiones netos	71	100	
IV. Variación reservas internacionales brutas	347	1.216	

(pr) preliminar.

Fuente: Banco de la República.

exterior de servicios (USD910 m), los cuales fueron compensados parcialmente por el superávit en la cuenta de bienes (USD1.150 m) y el ingreso neto de transferencias corrientes (USD1.123 m).

Los resultados del primer trimestre de 2011 frente al de un año atrás indican una ampliación en el déficit de la cuenta corriente por USD702 m, originado en el mayor incremento de los egresos corrientes (USD4.413 m), frente al de los ingresos (USD3.711 m). Los mayores egresos se explicaron, por una parte, en el incremento de las importaciones de bienes y servicios no factoriales (USD3.656 m), debido especialmente a una mayor demanda por equipo de capital y materias primas adquiridos por el sector industrial colombiano. También, aumentaron los egresos de renta factorial (USD758 m) por el envío de recursos por concepto de utilidades y dividendos de las empresas extranjeras residentes en Colombia a sus casas matrices en el exterior.

Por su parte, el crecimiento exportador en dólares (USD3.318 m) se explica principalmente por el aumento en los precios de exportación y de las cantidades despachadas de petróleo crudo y sus derivados, de carbón y de café.

b. Cuenta de capital y financiera

Por su parte, en el primer trimestre de 2011 la economía colombiana recibió ingresos netos de capital del exterior por USD3.096 m, que corresponden a entradas por concepto de: i) IED en Colombia por USD3.698 m; ii) inversión extranjera de portafolio por USD2.419 m, y iii) desembolsos netos de préstamos externos por USD1.398 m. Estas entradas fueron compensadas parcialmente por salidas de capital colombiano (USD4.418 m) para constituir activos en el exterior, destacándose las IDCE por USD1.504 m y las inversiones de portafolio efectuadas por empresas del sector privado (USD1.246 m) (Cuadro 13).

Cabe señalar que en este período, al igual que en el año anterior, se contrataron créditos externos para realizar inversiones directas en el exterior, pero en montos muy inferiores. Es así como del total de entradas de capital externo se estima que solo el 11% se destinó a la constitución de activos externos y el 89% restante se utilizó en la financiación del déficit corriente y de otras operaciones de capital.

De acuerdo con el Cuadro 13, el flujo neto por IED en el país, recibido durante el primer trimestre de 2011, fue de USD3.698 m (4,7% del PIB), el cual se concentró principalmente en las actividades de petróleo y minería, que absorbieron el 57% (USD2.106 m) de los aportes de capital extranjero. Otros sectores que también recibieron capitales foráneos fueron el de transportes y comunicaciones (USD543 m), la industria manufacturera (USD297 m), el comercio (USD242 m), y los establecimientos financieros (USD209 m).

Con relación a las inversiones directas de Colombia en el exterior, en el primer trimestre de 2011 sumaron USD1.504 m. Este capital se destinó principalmente a la

Cuadro 13
Balanza de pagos de Colombia
 Cuenta de capital y financiera (millones de dólares)

	Enero a marzo		Variación (dólares)
	2010 (pr)	2011 (pr)	
Cuenta de capital y financiera (I - II)	1.554	3.096	1.542
I. Pasivos (A + B + C)	1.507	7.514	6.007
A. Inversión extranjera directa	1.591	3.698	2.107
B. Inversión extranjera de portafolio (i + ii)	(572)	2.419	2.991
i. Sector público	(622)	1.181	1.803
Largo plazo (bonos)	(548)	670	1.217
Corto plazo (TES)	(75)	511	586
ii. Sector privado	50	1.238	1.188
Largo plazo	(3)	920	923
Corto plazo	54	318	265
C. Préstamos y otros créditos externos (i + ii)	489	1.398	909
i. Sector público	(246)	(533)	(287)
Préstamos	(244)	(531)	(287)
Largo plazo	(84)	(156)	(72)
Corto plazo	(160)	(376)	(216)
Otros	(2)	(1)	0
ii. Sector privado	735	1.930	1.196
Préstamos	576	1.554	978
Largo plazo	71	(289)	(360)
Corto plazo	505	1.843	1.338
Crédito comercial	27	35	8
Otros	131	341	210
II. Activos (A + B)	(46)	4.418	4.465
A. Inversión directa en el exterior	101	1.504	1.403
B. Otras inversiones en el exterior	(148)	2.914	3.062
i. Sector público	(991)	659	1.650
Inversión de portafolio	(935)	283	1.218
Préstamos	(121)	391	511
Otros	65	(15)	(80)
ii. Sector privado	843	2.256	1.412
Inversión de portafolio	972	1.246	273
Préstamos	167	247	80
Crédito comercial	34	(162)	(196)
Otros	(330)	925	1.255

(pr) preliminar.

Fuente: Banco de la República.

adquisición de participación accionaria en el exterior en empresas minero-energéticas, suministro de electricidad, gas y agua, y de transportes y comunicaciones.

Por sectores, durante el primer trimestre de 2011 los agentes del sector público obtuvieron recursos por inversiones de portafolio por USD1.181 m, correspondientes a la colocación de bonos en los mercados internacionales de empresas del sector eléctrico (USD670 m) y transacciones de títulos de deuda de largo plazo por USD511 m. Además, sus préstamos y otros créditos externos disminuyeron en USD533 m principalmente por deuda de corto plazo (USD376 m) de entidades del sector eléctrico y financiero.

Durante el primer trimestre de 2011 las empresas del sector privado recibieron USD1.238 m de inversiones extranjeras por concepto de colocación de títulos de deuda y títulos de portafolio en los mercados internacionales y en el mercado local. Este monto fue superior en USD1.188 m al registrado un año atrás. Por concepto de préstamos directos y otros créditos externos el sector privado recibió USD1.930 m, desagregados en préstamos por USD1.554 m y otros créditos relacionados con arrendamiento financiero, crédito comercial y otros por USD376 m.

Las salidas de capital colombiano para constituir activos externos diferentes a inversiones directas totalizaron USD2.914 m, que corresponden a la adquisición de nuevas inversiones por parte del sector privado por USD2.256 m y del sector público por USD659 m. El sector privado transó principalmente inversiones de portafolio (USD1.246 m), las cuales fueron realizadas especialmente por fondos privados de pensiones y empresas del sector privado no financiero. Por su parte, el aumento en las tenencias de inversiones en el exterior de las entidades públicas (USD659 m) fueron efectuadas por las entidades del sector financiero.

c. Reservas internacionales

Durante el primer trimestre de 2011 la balanza de pagos acumuló USD1.216 m de reservas internacionales brutas como resultado de compras netas de divisas a los intermediarios cambiarios por USD1.240 m, de ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales por USD36 m y de egresos netos por otras operaciones del Banco de la República por USD60 m.

CRECIMIENTO REAL DE LAS EXPORTACIONES INDUSTRIALES

Entre enero y mayo de 2011 las exportaciones industriales ascendieron a USD9.156 m, registrando un crecimiento de 20% con respecto al mismo período de 2010 (Gráfico A). Estas ventas al exterior representan un 41% de las exportaciones totales si se tienen en

cuenta los productos básicos industriales (café, ferróniquel, derivados de petróleo y oro); y el 20% al excluir estos bienes.

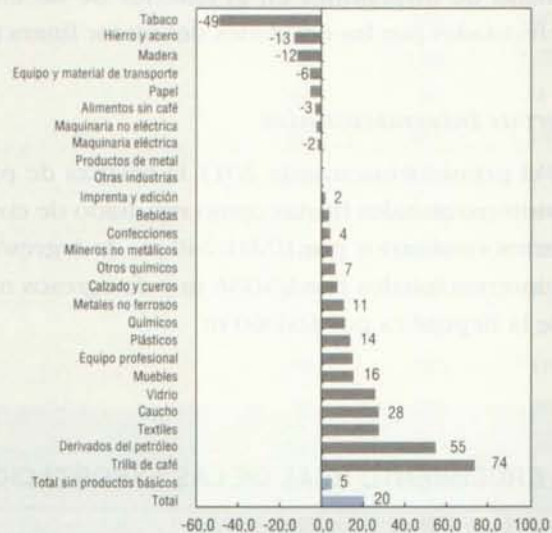
Para determinar si el volumen de exportaciones industriales está aumentando, se calcula un crecimiento promedio de las partidas desagregadas de las ventas industriales al exterior ponderadas por su valor en dólares registrado en el período enero-mayo de 2010. Los bienes de mayor ponderación son: derivados de petróleo (16%), oro (14%), café (11%), alimentos (9%), ferróniquel (7%) y químicos (7%). Los resultados muestran que en lo corrido del año la variación porcentual de las exportaciones industriales totales en volumen fue de -1% anual.

En lo corrido al mes de mayo el volumen de las principales exportaciones industriales de origen minero y agrícola (ferróniquel, derivados del petróleo, oro y café) creció 0,2% anual. Las exportaciones que más disminuyeron fueron las de oro (-32%), así como las de hierro y acero (-14%). De este último grupo vale la pena mencionar que las ventas externas de ferróniquel, que habían descendido, se podrían reactivar a partir del mes de septiembre de 2011 cuando se reanude el funcionamiento del segundo horno en Cerro Matoso.

Por su parte, los bienes básicos que aumentaron sus ventas al exterior fueron los derivados del petróleo (15%) y el café (29%).

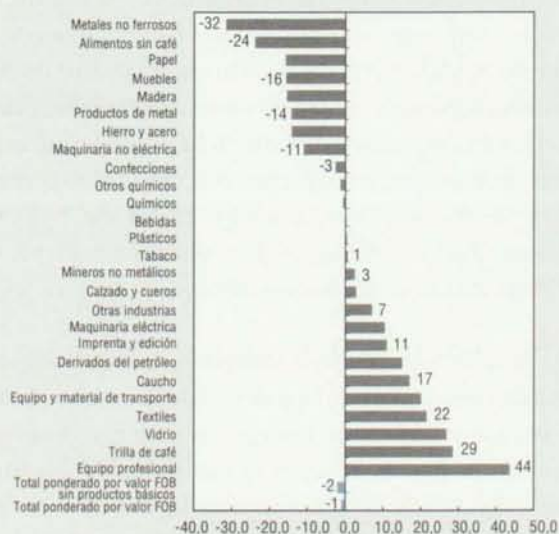
Al descontar los productos básicos de exportación (derivados del petróleo, el oro, el café y ferróniquel) de las exportaciones industriales totales, se hallaron nuevamente las ponderaciones. De esta manera, los bienes con mayor peso son: alimentos (17%), químicos (13%), textiles y confecciones (10%), equipo y material de transporte (7%), plásti-

Gráfico A
Exportaciones industriales en dólares
(crecimiento año corrido, enero a mayo de 2011)
(porcentaje)



Fuente: DANE.

Gráfico B
Exportaciones industriales en volúmenes
 (crecimiento año corrido, enero a mayo de 2011)
 (porcentaje)



Fuente: DANE.

ria no eléctrica (-11%); estos productos representaron el 64% de estas ventas. El resto de estos bienes industriales registró variaciones positivas, destacándose el crecimiento de productos como: textiles (22%), vidrio (27%), caucho (17%), imprenta y edición (11%), material de transporte (20%) y aparatos de equipo profesional (44%).

¹ Las ventas de este producto han disminuido a nivel mundial debido a los cambios tecnológicos que se han experimentado en los últimos años.

cos (5%) y papel (5%). El crecimiento anual ponderado de los volúmenes de estas exportaciones sin productos básicos es de -2% (Gráfico B).

Las exportaciones de bienes diferentes a los principales productos industriales de origen minero y agrícola, que registraron mayores caídas en sus volúmenes de exportación se dieron en los grupos: alimentos (-24%) (principalmente azúcar, frutas y lácteos), papel¹ (-16%), muebles (-16%), madera (-16%), algunos productos metálicos (-14%) y maquina-

3. Perspectivas de la balanza de pagos para 2011

La proyección de la balanza de pagos para 2011 registraría un déficit en cuenta corriente de USD11.971 m (3,6% del PIB), lo que implica una ampliación en cuenta corriente en cerca de USD2.900 m con respecto al observado en 2010.

Dicha proyección considera los resultados del primer trimestre del año de la balanza y supone una moderación en la recuperación internacional. Esto último explicado, principalmente, por el menor crecimiento esperado para los Estados Unidos y, en menor medida, por el deterioro de la región europea, dadas las malas perspectivas

de recuperación de Grecia, Irlanda, Portugal y España. Pese a lo anterior, en el caso de América Latina se considera un desempeño favorable, sobre todo para los países del sur, donde los altos precios de los productos básicos, el fácil acceso al financiamiento externo y la afluencia de inversiones pueden estar impulsando la demanda interna de los países de esta región.

De esta forma, para la elaboración del pronóstico de la cuenta corriente de 2011, se supone que la economía mundial continuará expandiéndose y, de acuerdo con las proyecciones del FMI, podría ser de 4,3% en 2011, cuando en 2010 fue de 5,1%. Según las estimaciones del Banco de la República, el pronóstico del PIB real ponderado para los socios comerciales de Colombia sería de 3,6% en 2011, superior al registrado en 2010 (3,4%). Implícito en este supuesto está un crecimiento del PIB real de los Estados Unidos (2,4% en 2011 *vs.* 3,0% en 2010), Ecuador (5,3% en 2011 *vs.* 2,3% en 2010), la zona del euro (2,0% en 2011 *vs.* 1,8 en 2010), Venezuela (1,5% en 2011 *vs.* -1,4% en 2010) y China (9,1% en 2011 *vs.* 10,3% en 2010).

En materia de precios, de acuerdo con los analistas externos, los de los productos básicos de exportación de Colombia (petróleo crudo y derivados, carbón, ferromniquel oro y café) registrarán una tendencia favorable e incluso podrían ser más altos que los observados en 2010, lo cual estará en línea con el crecimiento mundial. Aunque no se espera que las exportaciones hacia Venezuela exhiban una recuperación, ni que se dé una sustitución rápida de mercados, las ventas externas sin productos básicos registrarán un incremento de 10% anual. Con esto, los ingresos en dólares por exportaciones totales de bienes del país podrán aumentar en cerca de 29%, en términos anuales.

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. Esto significa que las importaciones en dólares de Colombia podrán aumentar en cerca de 31% anual, lo cual estaría asociado tanto con los proyectos de inversión del sector minero como con los de infraestructura en obras civiles.

Con todo lo anterior, y teniendo en cuenta la dinámica de los Estados Unidos, Europa, China, América Latina, entre otros, y sus posibles efectos sobre el crecimiento mundial y los precios internacionales de los productos básicos, la proyección de la balanza de pagos para 2011 registraría un déficit en cuenta corriente de USD11.971 m (3,6% del PIB), lo que implica una ampliación en cuenta corriente de cerca de USD2.900 m con respecto a lo observado en 2010. Este resultado estaría explicado, principalmente, por la mayor salida de recursos de la economía por concepto de renta factorial, la cual pasaría de USD12.117 m (4,2% del PIB) en 2010 a USD15.654 m (4,7% del PIB) en 2011. Ello debido al aumento en la remisión de utilidades, dados los mayores precios esperados del crudo y las mejores perspectivas de la economía colombiana con respecto al año 2010 (Cuadro 14).

Así mismo, frente a lo observado en 2010 se considera una mayor proyección de los ingresos de transferencias corrientes netas y una balanza comercial de bienes y servicios positiva, las cuales contribuirán a que el déficit en cuenta corriente no sea mayor.

Cuadro 14
Proyección de la balanza de pagos de Colombia

	(millones de dólares)				(porcentaje del PIB) ^{d/}			
	2008	2009	2010 (pr)	2011 (proy)	2008	2009	2010 (pr)	2011 (proy)
I. Cuenta corriente	(6.923)	(5.157)	(9.032)	(11.971)	(2,8)	(2,2)	(3,1)	(3,6)
A. Bienes y servicios no factoriales	(2.101)	(281)	(1.390)	(1.263)	(0,9)	(0,1)	(0,5)	(0,4)
1. Bienes	971	2.546	2.150	1.936	0,4	1,1	0,7	0,6
2. Servicios no factoriales	(3.072)	(2.827)	(3.540)	(3.199)	(1,3)	(1,2)	(1,2)	(1,0)
B. Renta de los factores	(10.333)	(9.488)	(12.117)	(15.654)	(4,2)	(4,0)	(4,2)	(4,7)
C. Transferencias	5.512	4.613	4.475	4.946	2,3	2,0	1,5	1,5
II. Cuenta de capital y financiera	9.492	6.254	11.948	15.542	3,9	2,6	4,1	4,7
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{a/}	9.155	2.621	6.670	10.758	3,7	1,1	2,3	3,3
B. Sector público ^{b/}	337	3.633	5.279	4.784	0,1	1,5	1,8	1,5
III. Errores y omisiones	53	249	220	100	0,0	0,1	0,1	0,0
IV. Variación de las reservas internacionales brutas ^{c/}	2.623	1.347	3.136	3.671	1,1	0,6	1,1	1,1

(pr): preliminar.
(proy): proyectado.

a/ Considera los flujos netos de inversión extranjera directa, de cartera y las operaciones de endeudamiento externo neto.
b/ A partir del año 2008 no incluye operaciones de Ecopetrol.
c/ La variación de las reservas internacionales brutas considera los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).
d/ El crecimiento real del PIB para 2011 corresponde a una estimación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

Por otro lado, de acuerdo con la proyección, el déficit en cuenta corriente continuará siendo financiado en gran parte con recursos provenientes de la IED, que alcanzaría un valor cercano al 2,4% del PIB, superior al registrado en 2010, cuando estuvo en 2,3% del PIB. Por su parte, las IDCE en 2011 (1,0% del PIB) serán menores que las registradas el año anterior (2,3%).

Así mismo, para 2011 la proyección considera un financiamiento externo por parte del sector público, inferior al observado en 2010, que resulta de operaciones netas de crédito externo por USD4.784 m, sin Ecopetrol. Por último, lo previsto para 2011 considera que la variación de las reservas internacionales brutas de Colombia corresponde a su rendimiento financiero y a las compras de divisas que el Banco realizará hasta el 30 de septiembre de 2011.

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 para Colombia de financiamiento contingente por un valor de USD6.220 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 prudente 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. Los más importantes son la razón entre reservas internacionales y agregados monetarios y la razón entre reservas y el pago de la deuda externa durante los siguientes doce meses. Al comparar las reservas con agregados monetarios, tales como M2 o M3, se 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 indica 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 15 presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas durante 2005-2011 para el caso colombiano. Sobre el indicador de la relación de reservas netas sobre M3 puede decirse que este ha estado en niveles estables durante los últimos cuatro años. Con respecto a las relaciones de reservas netas a deuda externa y déficit en cuenta corriente estos registran valores por encima de uno, nivel recomendado por los diferentes analistas de los mercados internacionales. 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 7,7 meses.

Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a otros países de la región, se observa que el cociente reservas a M3 de Colombia registra

Cuadro 15
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2007	2008	2009	2010 (pr)	2011 (proy)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/b}	20.949	24.030	25.356	28.452	32.242
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	10.237	10.369	11.418	10.300	14.803
Reservas netas / amortizaciones deuda externa del año en curso	2,05	2,32	2,22	2,76	2,18
Reservas netas / amortizaciones deuda externa del siguiente año	2,02	2,10	2,46	1,92	1,77
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN / (servicio de la deuda año corriente)	1,56	1,76	1,75	2,08	1,65
RIN / (servicio de deuda año siguiente)	1,53	1,66	1,85	1,46	1,42
RIN / (amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	1,29	1,39	1,53	1,47	1,20
RIN / (amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	1,21	1,45	1,31	1,06	1,05
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes ^c	8,1	7,7	9,7	8,8	7,7
RIN/M3 (porcentaje) ^d	27,0	29,2	26,2	24,7	25,2
RIN/PIB ^e	10,1	9,8	10,7	9,9	9,8

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

a/ Corresponde a una proyección del saldo de reservas internacionales netas para el año 2011 e incluye el compromiso de compra de reservas de al menos US\$20 m diarios hasta el 30 de septiembre de 2011.

b/ El saldo de las reservas internacionales netas considera los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas, FLAR.

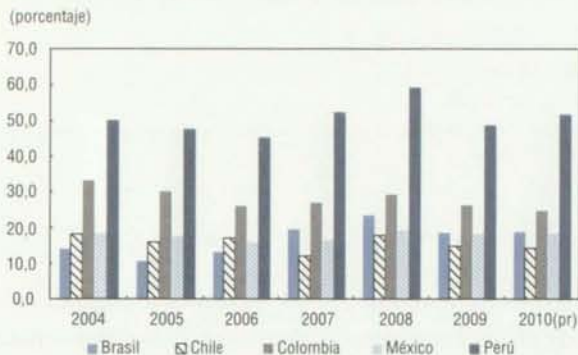
c/ El valor de la importaciones de bienes corresponde a una proyección para 2011.

d/ El saldo de M3 ampliado para el año 2011 corresponde a una proyección.

e/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para el año 2011.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 78
Reservas internacionales/M3



(pr): preliminar

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

niveles superiores a Chile, México y Brasil, y una posición inferior con respecto a Perú. Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares y el encaje de estos se contabiliza como reservas (Gráfico 78).

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 79).

El indicador de reservas a PIB se sitúa en niveles cercanos al registrado por México, y por debajo de 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 80).

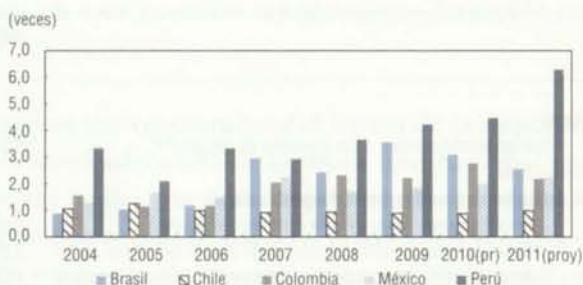
F. Política fiscal

De acuerdo con el marco fiscal de mediano plazo (MFMP), presentado por el Gobierno en el mes de junio, el déficit fiscal del sector público consolidado alcanzará 3,4% del PIB al final de 2011, es decir, 0,2 pp del producto por encima del cierre de 2010. Esta meta supone un déficit de 4,0% del PIB en las operaciones del Gobierno nacional central (GNC) y un superávit de 0,5% del PIB en el sector descentralizado, considerando los costos asociados con la emergencia invernal, que se estiman en 0,4% del PIB. Las operaciones de caja del Fogafin contabilizarán un superávit de 0,1% del PIB (Cuadro 16).

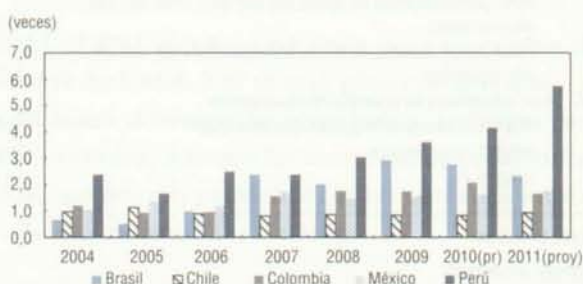
Como se señaló en el *Informe al Congreso* de marzo de 2011, la política fiscal del Gobierno tiene como propósito dinamizar el crecimiento económico en el mediano plazo y garantizar la sostenibilidad de la deuda pública. Teniendo en cuenta estos objetivos, el Gobierno tramitó ante el Congreso una serie de reformas fiscales cuyo efecto, en algunos casos, se observará a partir de 2011 y, en otros, se percibirá gradualmente en los siguientes años. Asimismo, en el *Plan nacional de desarrollo* se concibió una estra-

Gráfico 79

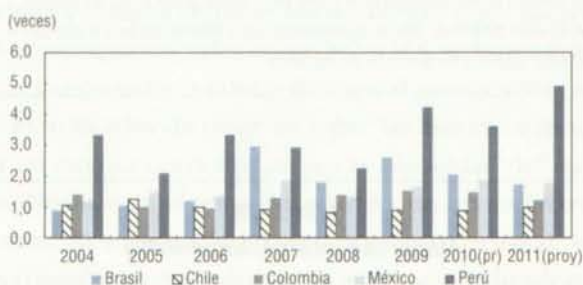
A. Reservas internacionales/amortizaciones



B. Reservas internacionales/servicio de la deuda



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



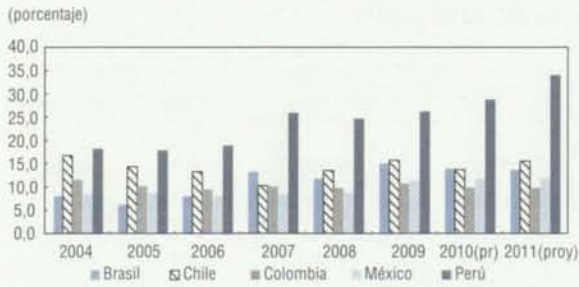
(pr): prelliminar.

(proy): proyectado.

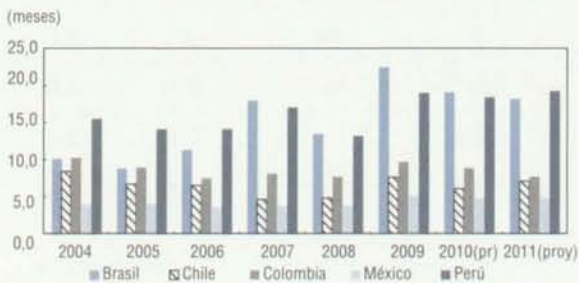
Fuentes: bancos centrales de los países, *The Economist Intelligence Unit* y Banco de la República.

Gráfico 80

A. Reservas internacionales/PIB



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



(proy): proyectado

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

tegia de crecimiento sustentada en unos sectores económicos claves como el agropecuario, el de infraestructura de transporte, el minero-energético, el de vivienda y el de innovación, ciencia y tecnología. Esta estrategia implica la asignación de mayores recursos del presupuesto para dichos sectores y contará con la participación del sector privado en la ejecución de diferentes programas y proyectos de inversión.

Sobre las reformas fiscales, cabe advertir que en el primer semestre de 2011 culminó el trámite de dos actos legislativos por medio de los cuales se modificó el régimen de regalías y se estableció un criterio de sostenibilidad fiscal que debe ser tomado en cuenta por las diferentes ramas del Poder Público. También se expidió una ley que fija una regla de carácter fiscal para las operaciones del GNC. Los aspectos

más importantes de estas reformas se describen en el Recuadro 4.

En cuanto a las finanzas del GNC en 2011, se estima un crecimiento de 15,6% en los ingresos y de 15,3% en los gastos. Como se destacó en el *Informe al Congreso* de marzo, el comportamiento favorable de los ingresos está asociado con el recaudo de renta e IVA interno, que en conjunto crece 17,8%, al igual que con el gravamen a los movimientos financieros y el impuesto al patrimonio, cuyo recaudo crece anualmente 40,6% y 59,8%, respectivamente. El dinamismo de estos impuestos está relacionado en parte con las reformas aprobadas a finales del año anterior, dentro de las cuales se establecen algunos controles contra la elusión del gravamen a los movimientos financieros y se amplía la base del impuesto al patrimonio, entre otras disposiciones. No sobra recordar que el recaudo de renta e IVA interno se beneficia de la ley de ajuste tributario de 2009, que redujo de 40% a 30% la deducción por inversión en activos fijos, y del aumento en el pago del impuesto de renta por parte de Ecopetrol. Los recursos de capital crecerán 17,2%, gracias al mayor traslado de dividendos de Ecopetrol, que ascenderá de COP3.300 mm en 2010 a COP4.700 mm en 2011 (Cuadro 17).

Cuadro 16
Sector público consolidado ^{a/}
Balance fiscal, 2010 y 2011

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2010	2011 (proy)	2010	2011 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(16.934)	(20.929)	(3,1)	(3,5)
1. Gobierno nacional	(21.019)	(23.994)	(3,8)	(4,0)
2. Subtotal sector descentralizado ^{b/}	4.085	3.065	0,7	0,5
Seguridad social	4.835	4.248	0,9	0,7
Empresas en el nivel nacional	197	888	0,0	0,1
Empresas en el nivel local	(426)	(596)	(0,1)	(0,1)
Regiones locales	(521)	(1.475)	(0,1)	(0,2)
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	223	(59)	0,0	(0,0)
C. Balance de Fogafin	426	597	0,1	0,1
D. Costos de la reestructuración financiera^{c/}	(392)	(281)	(0,1)	(0,0)
E. Ajustes	(1.037)	0	(0,2)	0,0
F. Total sector público consolidado (A+ B + C + D + E)	(17.713)	(20.672)	(3,2)	(3,4)
Emergencia inercial: balance por entidad	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2010	2011 (proy)	2010	2011 (proy)
Gobierno nacional	(848)	(2.147)	(0,2)	(0,4)
Empresas del nivel nacional (FAEP)	0	(187)	0,0	(0,0)
Regionales y locales	(102)	(50)	(0,0)	(0,0)
Balance total de la emergencia inercial	(950)	(2.384)	(0,2)	(0,4)

(proy) proyectado.

a/ Incluye el balance de la emergencia inercial.

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

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.

Nota: déficit (-) o superávit (+).

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Cuadro 17
Gobierno nacional central
Balance fiscal, 2010 y 2011
(miles de millones de pesos)

Concepto	2010 (pr)	2011 (proy)	Crecimiento 2010-2011
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	74.957	86.676	15,6
A. Tributarios	66.781	76.962	15,2
Renta e IVA interno	45.797	53.935	17,8

Cuadro 17 (continuación)
Gobierno nacional central
Balance fiscal, 2010 y 2011
(miles de millones de pesos)

Concepto	2010 (pr)	2011 (proy)	Crecimiento 2010-2011
IVA externo y gravamen arancelario	13.885	13.488	(2,9)
Gasolina	1.419	1.526	7,6
Gravamen a los movimientos financieros	3.226	4.535	40,6
Patrimonio ^{a/}	1.971	3.148	59,8
Otros	485	330	(31,9)
B. No tributarios	627	534	(14,9)
C. Fondos especiales	1.010	1.536	52,0
D. Recursos de capital	6.522	7.644	17,2
Rendimientos financieros	498	494	(0,7)
Excedentes financieros	5.242	6.784	29,4
Otros	782	366	(53,2)
E. Ingresos causados	17	0	(100,0)
II. Gastos totales (A + B + C + D)	95.976	110.670	15,3
A. Intereses	14.847	17.737	19,5
Externos	3.652	4.748	30,0
Internos	11.195	12.989	16,0
B. Funcionamiento ^{b/}	70.441	77.300	9,7
Servicios personales	11.649	12.749	9,4
Transferencias ^{c/}	54.489	60.238	10,6
Gastos generales	4.303	4.313	0,2
C. Inversión ^{b/ c/}	10.473	15.332	46,4
D. Préstamo neto	214	301	40,6
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II)	(21.019)	(23.994)	14,2
Costo de reestructuración financiera	392	281	(28,3)
IV. Déficit total a financiar	(21.410)	(24.275)	13,4
V. Financiamiento (A + B + C + D + E)	21.410	24.275	13,4
A. Crédito externo neto	2.974	4.748	59,7
Desembolsos	6.305	7.102	12,6
Amortizaciones	3.331	2.354	(29,3)
B. Crédito interno neto	16.282	14.250	(12,5)
Desembolsos	37.465	39.038	4,2
Amortizaciones	21.183	24.788	17,0
C. Utilidades del Banco de la República	0	0	0,0
D. Privatizaciones	533	1.882	252,9
E. Otros	1.621	3.395	109,5
VI. Déficit total por financiar como porcentaje del PIB	(3,9)	(4,0)	

(proy) proyectado.

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.

Los gastos del GNC contabilizarán un crecimiento de 19,5% en intereses de la deuda, 9,7% en funcionamiento y 46,4% en inversión⁴⁸. Dentro de los gastos de funcionamiento, las transferencias aumentarán 10,6% y los servicios personales 9,4%. Las transferencias por el sistema general de participaciones (SGP) ascenderán a COP23.935 mm, con un incremento de 4,4% y los giros por pensiones alcanzarán COP21.739 mm con una expansión de 13,0%. Las demás transferencias, que se proyectan en COP14.086 mm, e incluyen subsidios en tarifas eléctricas, programas de gestión de cartera de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), pagos en salud y sentencias, registrarán un incremento de 22,8%. La significativa expansión de los recursos asignados a inversión tiene origen en los gastos asociados con la emergencia invernal y con las partidas destinadas a los sectores considerados como las locomotoras del crecimiento.

El déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración financiera, ascenderá a COP24.275 mm (4,0% del PIB). Para su financiamiento se recurrirá a los recursos de crédito externo e interno, que en términos netos alcanzarán COP4.748 mm y COP14.250 mm, respectivamente. Los recursos provenientes de la optimización de activos ascenderán a COP1.882 mm y la utilización del portafolio contabilizará COP3.395 mm. Los desembolsos del crédito externo llegarán a COP7.102 mm y los del crédito interno a COP39.038 mm, de los cuales COP11.038 mm corresponden a TES de corto plazo. Con estas operaciones el saldo de la deuda bruta del GNC pasará de COP204.129 mm en 2010 a COP223.127 mm al final de 2011.

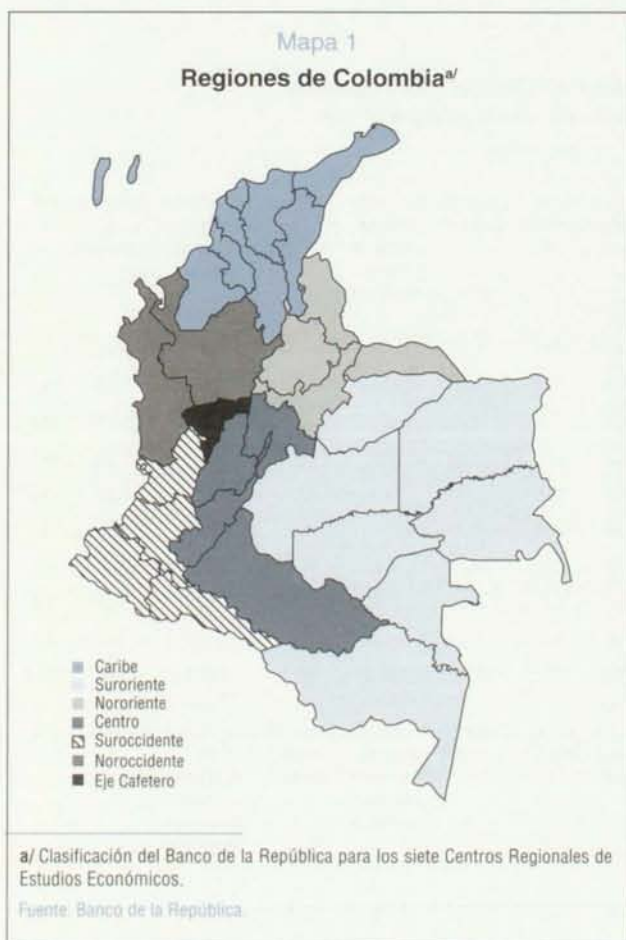
G. Comportamiento de la economía regional en Colombia⁴⁹

En esta sección se presenta un análisis sobre el comportamiento de las economías regionales durante 2010. En la primera parte se describe la composición del PIB por regiones. En la segunda, se analiza el comportamiento de las economías regionales durante 2010, y se concluye con una descripción breve de la información al primer trimestre de 2011.

La clasificación de las regiones se realiza de acuerdo con la cobertura departamental definida para los diferentes Centros Regionales del Banco de la República, a saber, región Caribe: Bolívar, Atlántico, Magdalena, Cesar, Córdoba, Sucre, La Guajira y San Andrés y Providencia; región Noroccidente: Antioquia y Chocó; región Suroccidente: Valle del Cauca, Nariño, Cauca y Putumayo; región Nororiente: Santander, Norte de Santander, Boyacá y Arauca; región Centro: Tolima, Huila, Cundinamarca y Caquetá; región Suroriente: Llanos Orientales y Amazonas; y región Eje Cafetero: Caldas, Quindío y Risaralda (Mapa 1). Adicionalmente, la ciudad de Bogotá representa otra región. En

⁴⁸ Para 2011 el gasto de funcionamiento representa el 69,8% del gasto total del GNC, los intereses de la deuda el 16% y la inversión el 13,9%.

⁴⁹ El análisis se elabora con base en los trabajos realizados por los siete Centros Regionales de Estudios Económicos (CREE) y la Coordinación Central de Estudios Económicos del Banco de la República. Estos centros están encargados del seguimiento periódico de las economías locales y publican sus análisis económicos trimestral y anualmente en la página del Banco de la República (www.banrep.gov.co).



el desarrollo de algunos análisis se pueden presentar pequeñas diferencias en la cobertura de las regiones, como consecuencia de la clasificación particular que tienen algunas fuentes externas de información, o de la disponibilidad de los datos para los diferentes departamentos.

1. Distribución del PIB colombiano por regiones en 2009

De acuerdo con los datos más recientes de las cuentas nacionales departamentales, que corresponden al año 2009, se observa que Bogotá continuó con la mayor contribución al PIB del país (26,3%), seguida por las regiones Caribe (15,4%), Noroccidente (14,2%), Suroccidente (13,6%), Nororiente (12,1%), Centro (9,4%), Suroriente (5,0%) y Eje Cafetero (4,0%) (Cuadro 18). La segunda

sección del cuadro presenta la estructura del PIB por actividad económica, donde la intermediación financiera, seguros y actividad inmobiliaria fue la de mayor participación en el PIB de Bogotá (31,0%), Suroccidente (22,7%) y Noroccidente (20,6%). La región Suroriente mantiene la mayor participación en su PIB del sector de minas y canteras (47,2%); mientras que el Caribe se distinguió con una producción más diversificada.

A continuación se presenta la evolución de la situación económica de los diferentes sectores en las regiones para 2010.

2. Comportamiento regional durante 2010

En 2010 la economía colombiana continuó en la senda de crecimiento iniciada a finales de 2009, hecho que se refleja en el balance positivo de las diferentes regiones del país. Entre ellas se destaca el buen comportamiento en el Noroccidente, con resultados particularmente favorables en el sector financiero, la industria y las exportaciones manufactureras.

Cuadro 18
Distribución del PIB (2009)a/ por regiones
y actividades económicas agregadas
 (porcentaje)

Región por actividad económica	Agropecuario ^{b/}	Minería ^{c/}	Industria manufacturera	Energía, gas y agua	Construcción	Comercio y otros ^{d/}	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Servicios financieros ^{e/}	Actividades de servicios sociales, comunales y personales	Derechos e impuestos	PIB
Bogotá	0,5	0,7	23,3	27,3	23,7	29,4	26,3	42,2	29,6	26,6	26,3
Caribe	20,4	27,4	14,4	18,1	14,4	15,8	16,2	10,0	15,0	15,8	15,4
Noroccidente	13,4	5,7	14,7	21,4	17,7	15,2	14,2	15,1	13,1	13,2	14,2
Suroccidente	13,5	3,4	15,4	12,8	11,8	13,2	14,6	15,9	14,6	13,0	13,6
Nororiente	17,6	18,0	16,1	7,0	13,1	10,2	11,7	7,3	9,7	16,7	12,1
Centro	20,4	9,4	11,0	7,8	8,8	9,2	9,2	4,8	10,0	9,2	9,4
Suroriente	7,6	34,9	1,2	1,4	5,7	2,7	3,6	1,3	3,3	1,9	5,0
Eje Cafetero	6,5	0,5	3,9	4,1	4,9	4,2	4,2	3,4	4,7	3,7	4,0
Total nacional	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Región por actividad económica	Agropecuario ^{b/}	Minería ^{c/}	Industria manufacturera	Energía, gas y agua	Construcción	Comercio y otros ^{d/}	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Servicios financieros ^{e/}	Actividades de servicios sociales, comunales y personales	Derechos e impuestos	PIB
Bogotá	0,1	0,2	11,6	3,9	6,0	13,3	7,4	31,0	17,3	9,0	100,0
Caribe	8,9	12,0	12,1	4,5	6,2	12,2	7,7	12,5	14,9	9,1	100,0
Noroccidente	6,4	2,7	13,6	5,7	8,3	12,7	7,4	20,6	14,1	8,3	100,0
Suroccidente	6,7	1,7	14,9	3,6	5,8	11,6	7,9	22,7	16,5	8,5	100,0
Nororiente	9,8	10,0	17,3	2,2	7,2	10,0	7,1	11,6	12,3	12,3	100,0
Centro	14,7	6,7	15,3	3,2	6,3	11,6	7,2	9,9	16,4	8,7	100,0
Suroriente	10,3	47,2	3,2	1,1	7,6	6,4	5,3	5,0	10,2	3,3	100,0
Eje Cafetero	11,1	0,8	12,7	4,0	8,2	12,6	7,8	16,4	18,2	8,3	100,0
Total nacional	6,8	6,8	13,1	3,8	6,7	11,9	7,4	19,3	15,4	8,9	100,0

a/ Información más reciente del DANE.
b/ Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.
c/ Explotación de minas y canteras.
d/ Otros: reparación, restaurantes y hoteles.
e/ Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas.
 Fuente: DANE (cuentas departamentales 2009 [preliminar], a precios constantes de 2005); cálculos del Banco de la República.

En Bogotá y la región Centro las actividades más destacadas fueron el comercio minorista y construcción; en el Caribe la industria y el transporte aéreo de pasajeros. En Nororiente (Santanderes) sobresalió el comportamiento del sector financiero; en el Suroccidente las exportaciones manufactureras y en el Suroriente la minería.

*a. Sector agropecuario*⁵⁰

En 2010 el sector agropecuario alcanzó una participación de 6,5% en el PIB nacional, cifra inferior en 0,3 pp a la registrada en 2009, siendo este uno de los sectores afectados durante el año por el invierno ocurrido en el último trimestre⁵¹.

De acuerdo con los reportes de las secretarías departamentales de agricultura, las regiones que sufrieron con mayor intensidad la ola invernal fueron el Caribe, el Nororiente, el noroccidente y el suroccidente del país. Según cifras del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, alrededor del 20% del área afectada (cerca de doscientas mil hectáreas)⁵² es utilizada para la actividad agrícola, particularmente, en cultivos de arroz, maíz, café, caña, palma de aceite y frutales. Por su parte, en la actividad pecuaria las mayores pérdidas de animales se registraron en la piscicultura y la avicultura, especialmente en los departamentos de Valle del Cauca, Córdoba, Antioquia y Norte de Santander. En cuanto a la ganadería bovina, porcina y equina se reportaron pérdidas en los departamentos del Atlántico, Bolívar, Valle del Cauca y Antioquia.

En 2010 la producción de arroz, maíz, caña y palma de aceite registraron una caída, mientras que los cultivos de papa y café observaron aumentos. De acuerdo con el reporte de la Encuesta nacional de arroz mecanizado de Fedearroz y el DANE, el descenso en la producción de arroz fue del 20,8%, situación experimentada en las principales regiones productoras: Suroriente (-14,5%) y Centro (-25,3%); esta última se vio más afectada en los departamentos de Huila y Tolima. Por su parte, la producción de maíz se contrajo en la mayoría de regiones, excepto en la zona Centro, donde alcanzó un incremento cercano al 9,9% (Cuadro 19).

De otro lado, la producción de papa mostró un balance positivo. Según las cifras de Fedepapa y el Consejo Nacional de la Papa, se registró un aumento en la producción de 3,7% anual, impulsado por la región Centro (Cundinamarca) y Nororiente (Boyacá), con crecimientos anuales de 4,8% y 3,1%, respectivamente.

En cuanto a la actividad azucarera —incluye todos los ingenios—, el balance elaborado por la Asociación de Cultivadores de Caña (Asocaña) señaló que la producción de caña alcanzó en 2010 un total de 20.273 miles de TMVC⁵³, el cual fue inferior en 14,1% respecto al año anterior, mientras que la producción de azúcar se redujo en 20,0% anual.

De acuerdo con las cifras reportadas por la Federación Nacional de Cultivadores de Palma (Fedepalma), en 2010 la producción de palma alcanzó las 3,8 millones de

⁵⁰ El análisis del sector se realiza con base en los datos reportados por los diferentes gremios, asociaciones y entidades particulares. Al momento de realización de este informe no habían sido publicadas las cifras más recientes de la Encuesta nacional agropecuaria (ENA).

⁵¹ Debe tenerse en cuenta que parte de las zonas de vocación agrícola afectadas no estaban siendo utilizadas, por esta razón los efectos del invierno a niveles agregados fueron moderados.

⁵² De acuerdo con la ENA, el área total de producción agrícola en 2009 fue de 3,3 millones de hectáreas.

⁵³ Toneladas métricas en su equivalente a volumen de azúcar crudo.

Cuadro 19
Producción de arroz, maíz y papa, por regiones de Colombia
(miles de toneladas)

Región	Arroz ^{a/}		Maíz		Papa	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Centro	1.129	843	294	323	984	1.031
Suroriente	1.060	906	97	59	-	-
Nororiente			134	114	703	725
Noroccidente			145	92	245	252
Suroccidente			179	134	413	425
Eje cafetero			87	47	-	-
Caribe			511	500	-	-
Otros departamentos	666	513	-	-	213	219
Total	2.855	2.262	1.447	1.269	2.559	2.652

a/ La producción del primer semestre de 2010 corresponde al área sembrada en el segundo semestre de 2009, la producción del segundo semestre de 2010 corresponde al área sembrada en el primer semestre de este mismo año, y así sucesivamente.

Fuentes: Fedearroz, Fedepapa, Fenalce (maíz, con cifras provisionales para el segundo semestre del calendario agrícola).

Cuadro 20
Sacrificio de ganado por regiones de Colombia
(cabezas)

Regiones ^{a/}	Vacuno		Porcino	
	2009	2010	2009	2010
Andina Sur	1.364.406	1.374.788	765.803	841.073
Andina Norte	1.094.459	970.527	990.298	1.134.831
Atlántica	773.185	675.679	84.932	81.789
Pacífica	276.924	286.622	311.369	363.449
Orinoquía	231.336	242.665	31.936	40.852
Amazonía	85.570	73.381	13.573	13.725
Total	3.825.880	3.623.662	2.197.911	2.475.719

a/ Clasificación del DANE.

Fuente: DANE.

toneladas, inferior en 1,9% a lo registrado en 2009. Las zonas⁵⁴ que más contribuyeron a esta caída fueron la Central (-3,4%) y la Oriental (-5,1%); por su lado la zona Norte, con la mayor participación en la producción de palma (35,0%), registró un aumento anual de 5,9%. Por su parte, según la Federación Nacional de Cafeteros, la producción de café en 2010 ascendió a 8,9 millones de sacos, superior en 14,2% al registrado un año atrás, y el área sembrada (882.483 hectáreas) disminuyó en 0,6%.

⁵⁴ De acuerdo con la clasificación del DANE, la zona Norte: Magdalena, norte de Bolívar, norte de Cesar, La Guajira, norte de Antioquia, Atlántico, Córdoba y Sucre; zona Oriental: Meta, Casanare, Caquetá y Cundinamarca; zona Central: Santander, Norte de Santander, sur del Cesar, sur de Bolívar y sur de Antioquia; zona Occidental: Cauca y Nariño.

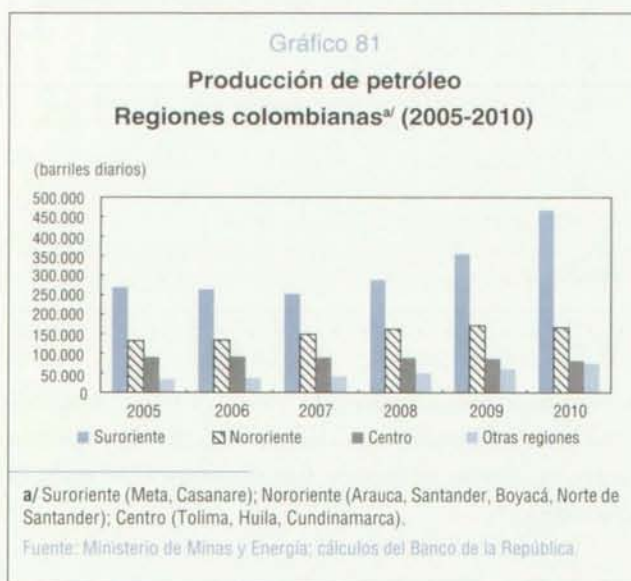
En la actividad pecuaria el sacrificio de ganado vacuno se estimó para 2010 en 3.623.662 cabezas, con una variación anual de -5,3%, según cifras provisionales del DANE (Cuadro 20). Las zonas Atlántica y Andina Norte (Antioquia, Santander y Norte de Santander) presentaron descensos importantes de 12,6% y 11,3%, respectivamente. En contraste, la zona Andina Sur (comprende Bogotá y los departamentos de Boyacá, Caldas, Cundinamarca, Huila, Quindío, Risaralda y Tolima) exhibió una tasa de crecimiento de 0,8% anual.

Con respecto a la producción de pollo en canal, Fenavi reportó un aumento de 4,6% en 2010 frente a 2009. Las regiones más productoras fueron la Central (Boyacá, Cundinamarca, Huila y Tolima), con un crecimiento de 5,5%, y la Nororiental (Santander y Norte de Santander), con 5,3% en términos anuales.

b. Sector minero

El sector de minas y canteras fue el de mayor contribución al crecimiento del PIB en 2010. La participación de la producción de petróleo lideró este buen desempeño, al alcanzar los 785 miles de barriles diarios (mbd), principalmente por los buenos resultados en el Suroriente, al crecer en el año 31,9%. En particular el departamento del Meta, que participó con el 42,6% de total nacional, registró un aumento de 46,5% anual en la producción. Por su parte, las regiones de Nororiente y Centro mostraron

una contracción de 2,6% y 7,0%, respectivamente (Gráfico 81).



El incremento en la producción y los mayores volúmenes de explotación se tradujeron en una mayor causación⁵⁵ y giros de regalías⁵⁶ en 2010. Vale la pena mencionar que los giros de regalías registraron un aumento generalizado para todas las regiones; en particular, la que más recursos recibió fue la del Suroriente. De acuerdo con la distribución de los recursos girados, esta última región participa con el 53,0%, la del Nororiente

⁵⁵ Las regalías causadas corresponden a las liquidadas por el Ministerio de Minas y Energía para un período determinado. Por su parte, las regalías giradas corresponden a las participaciones en regalías que la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) transfiere a los beneficiarios, con base en la liquidación elaborada previamente por el Ministerio de Minas y Energía.

⁵⁶ Se incluyen municipios y departamentos productores. No incluye regalías a municipios puertos, ni de carga, descarga ni cabotaje.

con el 19,9%, la Centro con el 11,9%, y las demás regiones con el 15,5% (Gráfico 82).

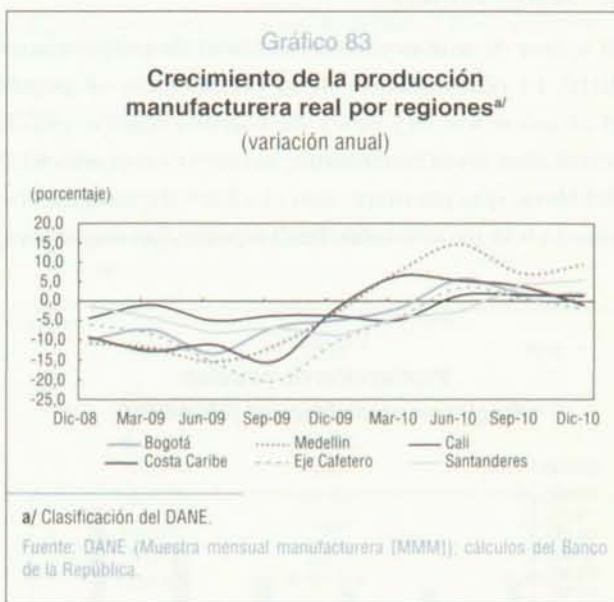
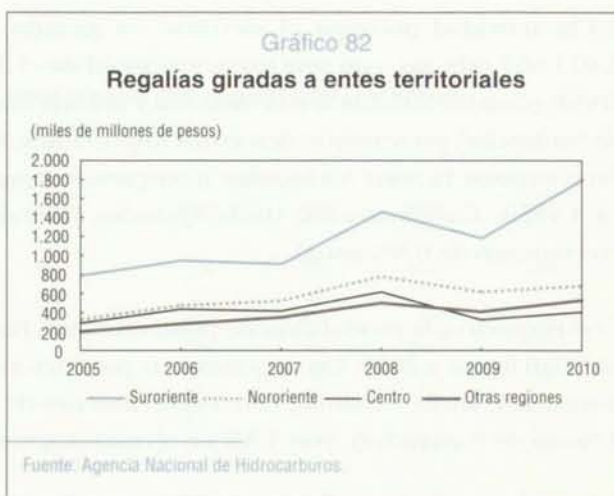
En cuanto a la producción de carbón en 2010, que se concentra en los departamentos de Cesar (48,4%) y La Guajira (41,8%), creció 2,1% anual en el total nacional. El departamento del Cesar registró un crecimiento anual de 5,8%, mientras que La Guajira presentó una reducción de 1,1% anual.

La producción de metales preciosos continuó aumentando durante 2010, gracias al auge de los precios internacionales. La región más representativa en los niveles de producción fue Noroccidente, con una participación superior al 80% del total nacional y un aumento de 18,2% anual. La segunda región en importancia fue el Caribe (10,3%), la cual exhibió un incremento de 65,9% anual.

c. Sector industrial

En 2010 el sector industrial mantuvo una participación de 13,9% en el PIB nacional. Como lo registran los índices de la Muestra trimestral manufacturera del DANE este fue un año de recuperación para la mayoría de las regiones manufactureras del país. No obstante, el último trimestre fue desfavorable para la Costa Caribe y el Eje Cafetero (Gráfico 83).

Las regiones con mayor crecimiento anual en la producción manufacturera fueron: Medellín (9,7%), Costa Caribe (3,6%) y Bogotá (1,9%). En Medellín se destacó la producción y venta de vehículos automotores, sustancias químicas, textiles y confecciones, y productos alimenticios (carnes y derivados). En la región Caribe aumentaron los textiles, sustancias químicas básicas y productos de plástico, en tanto que la industria de alimentos continuó deprimida por la caída de las ventas a Venezuela. En Bogotá sobresalieron la industria de vehículos automotores, productos de molinería y panadería, productos de cuero y elaboración de calzado, y la de papel y sus productos.



Por su parte, la región Nororiente (Santanderes) mostró un leve aumento anual en la producción (0,7%), con un resultado favorable en maquinaria y equipo, otras industrias y productos alimenticios; en tanto que registró un descenso en carnes, bebidas, calzado y confecciones. En Cali se observó una leve reducción (-0,1%), explicada, principalmente, por la caída en productos de hierro y acero, otros alimentos, jabones y detergentes, y confitería; en contraste, se presentó un buen resultado en la industria de bebidas, maquinaria y eléctricos, confecciones, caucho y plástico, farmacéuticos, papel y cartón. El Eje Cafetero registró una reducción en la industria manufacturera de 0,5% anual, afectado principalmente por la menor producción de motocicletas, confitería, alimentos para lactantes y maquinaria de uso general.

d. Sector comercio

La recuperación del sector comercio en 2010 para el total nacional se reflejó en las estadísticas del DANE, en los sondeos y encuestas regionales del Banco de la República, así como con la Encuesta de opinión comercial que realiza la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco). Se destacan los resultados de la comercialización de vehículos, electrodomésticos, artículos de tecnología y juguetería, textiles y confecciones.

Los resultados de la Encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República, a partir de octubre mostraron un balance positivo en las ventas de comercio⁵⁷ en la mayoría de las regiones⁵⁸, situación que no se había alcanzado desde marzo de 2008. La mayor recuperación se registró en las regiones Centro, Bogotá y Suroriente; y en menor escala, en Antioquia, Caribe, Eje Cafetero y Suroccidente. El balance fue negativo únicamente para el Nororiente (Gráfico 84).

De acuerdo con la cifras de Econometría S.A., los mayores aumentos en la comercialización de vehículos nuevos se presentaron en el Suroriente (50,9%), Noroccidente (46,6%), Eje Cafetero (42,8%) y Caribe (40,3%). La expansión de este mercado durante el año se originó fundamentalmente en las bajas tasas de interés y en las condiciones favorables de acceso al crédito (Cuadro 21).

e. Sector turismo y transporte

En 2010 el sector del turismo en Colombia registró un leve repunte con respecto al año anterior. La Asociación Hotelera de Colombia (Cotelco) reportó una tasa de ocupación promedio en el país del 52,1%, superior en 1,3 pp a la observada durante 2009. Las zonas⁵⁹ que incrementaron sus porcentajes de ocupación promedio fueron

⁵⁷ Creció el porcentaje de empresarios que consideró un aumento en sus ventas, frente a quienes opinaron una reducción.

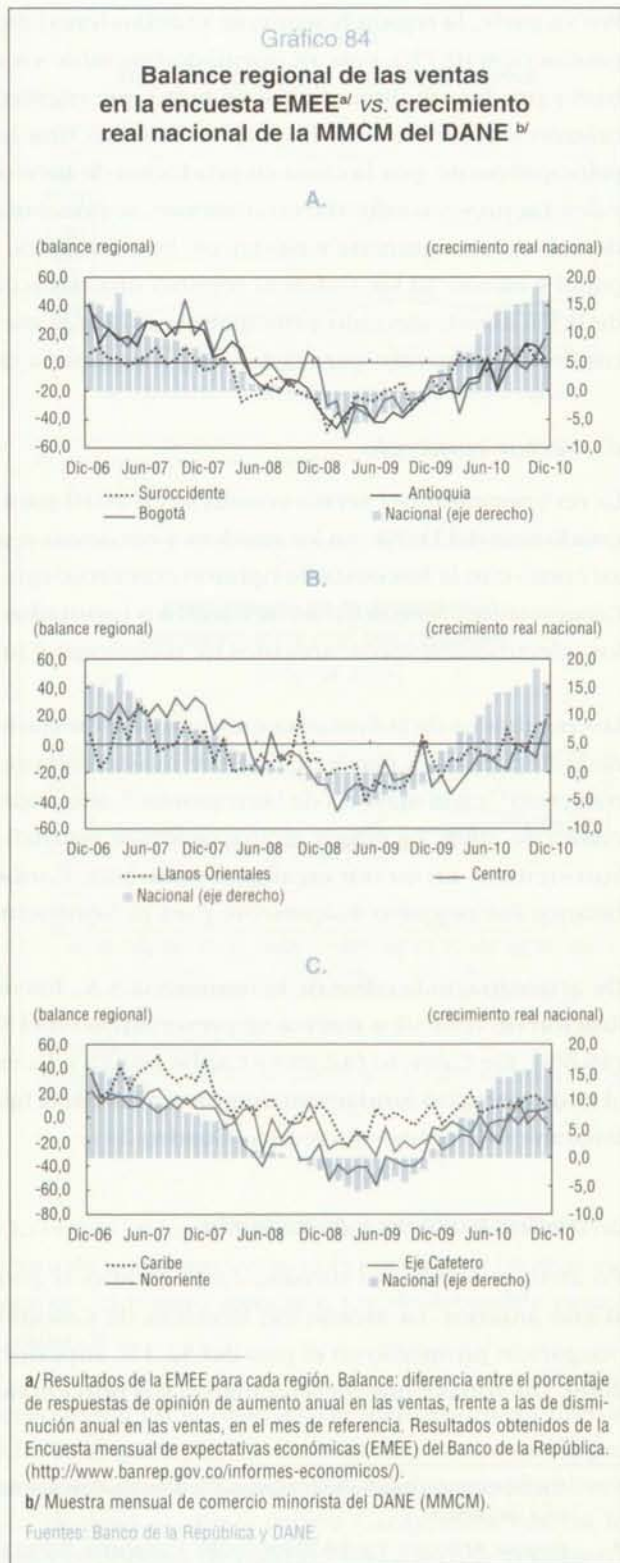
⁵⁸ Bogotá; Antioquia; Caribe (Barranquilla, Cartagena, Santa Marta); Suroccidente (Cali y área metropolitana, Popayán); Nororiente (Bucaramanga y área metropolitana, Cúcuta); Centro (Ibagué, Neiva); Eje Cafetero (Manizales, Armenia, Pereira); Suroriente (Villavicencio).

⁵⁹ Bogotá; Caribe (Barranquilla, Cartagena, Santa Marta y San Andrés); Noroccidente (Antioquia); Suroccidente (Valle del Cauca); Nororiente (Santander, Norte de Santander, Boyacá); Eje Cafetero.

Caribe (4,8 pp), Noroccidente (4,4 pp), Suroccidente y Nororiente (2,0 pp) y Bogotá D. C. (1,7 pp); en el Eje Cafetero la ocupación se redujo.

Una de las actividades complementarias al turismo es el transporte de pasajeros por vía aérea (nacional e internacional), el cual creció 26,2% anual (llegadas y salidas), de acuerdo con cifras del Departamento Administrativo de la Aeronáutica Civil (Aerocivil). En particular, los pasajeros nacionales participaron con el 81,2% del total movilizado, cuyo comportamiento estuvo impulsado por Bogotá y el Caribe, con un aumento en promedio del 33% anual. Noroccidente y Suroccidente crecieron 25% y Nororiente y Eje Cafetero 20%. Por su parte, los turistas que llegaron al país por crucero en los puertos del Caribe aumentaron 24,2% en 2010⁶⁰.

El transporte terrestre, medido con la movilización de vehículos por los peajes nacionales, aumentó 4,2% para 2010. El tráfico vehicular por los peajes de las concesiones (79,1% del total) creció 8,9%, mientras que el resto, a cargo del Instituto Nacional de Vías (Inviás), descendió 11,0% anual. La mayor movilización vehicular se presentó en las regiones Caribe y Bogotá, seguidas por Centro y Nororiente (Gráfico 85).



⁶⁰ Datos suministrados por las sociedades portuarias regionales de Cartagena y de Santa Marta.

Cuadro 21
Venta de vehículos por regiones ^{a/}

Región	2008		2009		2010	
	Unidades	Variación anual (porcentaje)	Unidades	Variación anual (porcentaje)	Unidades	Variación anual (porcentaje)
Bogotá	105.337	(11,9)	88.825	(15,7)	119.648	34,7
Noroccidente	30.818	(19,2)	24.270	(21,2)	35.592	46,6
Suroccidente	26.647	(16,4)	21.456	(19,5)	28.941	34,9
Caribe	17.494	(12,5)	15.070	(13,9)	21.147	40,3
Nororiente	15.145	(7,5)	14.477	(4,4)	19.396	34,0
Eje Cafetero	10.163	(22,3)	8.553	(15,8)	12.211	42,8
Centro	7.265	(9,1)	5.998	(17,4)	8.225	37,1
Suroriente	2.941	(4,7)	2.573	(12,5)	3.884	50,9
Otras	3.688	25,6	3.906	5,9	4.824	23,5
Total	219.498	(13,3)	185.129	(15,7)	253.869	37,1

a/ Bogotá, Noroccidente (Medellín y Envigado), Suroccidente (Cali y Pasto), Eje Cafetero (Manizales, Armenia y Pereira), Centro (Ibagué, Neiva y Florencia), Nororiente (Bucaramanga y Tunja), Caribe (Barranquilla, Cartagena, Montería y Sincelejo), Suroriente (Villavicencio), otras (resto de ciudades capitales).

Fuente: Econometría S. A.

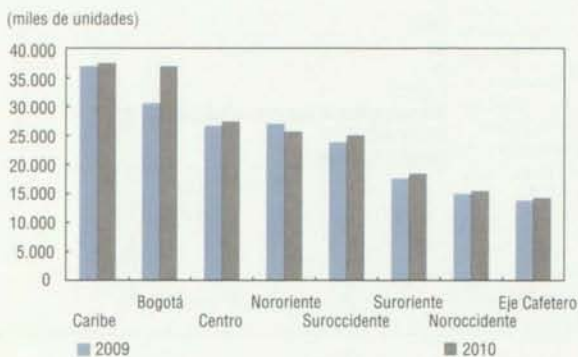
f. Sector de la construcción

El año 2010 se caracterizó por ser un buen año para el sector de la construcción en todas las regiones del país. Este desempeño estuvo impulsado por la dinámica del

área aprobada para vivienda, que creció 38,7% anual. Las zonas de mayor incremento fueron Centro (78,8%), Bogotá (64,9%), Noroccidente (44,3%) y Suroccidente (33,0%), las cuales en conjunto aportaron el 73,5% del área total licenciada para vivienda durante el año (Cuadro 22).

De acuerdo con la GEIH del DANE, la mayor contratación de empleo en el sector de la construcción se presentó en Bogotá, Cali y Medellín. Estas ciudades registraron aumentos en su orden

Gráfico 85
Tráfico de vehículos registrados por los peajes



Fuentes: Instituto Nacional de Concesiones (INCO) e Instituto Nacional de Vías (Inviás); cálculos del Banco de la República.

Cuadro 22

Área (m²) licenciada para construcción (vivienda y total) por regiones

(miles de metros cuadrados)

Región	2009		2010		Participación 2010 (porcentaje)		Variación anual (porcentaje)	
	Vivienda	Total	Vivienda	Total	Vivienda	Total	Vivienda	Total
Bogotá	2.624	3.724	4.326	5.358	32,0	30,2	64,9	43,9
Suroccidente	1.509	1.967	2.006	2.623	14,8	14,8	33,0	33,4
Noroccidente	1.257	1.706	1.814	2.381	13,4	13,4	44,3	39,5
Nororiente	1.355	1.847	1.492	2.141	11,0	12,1	10,1	15,9
Centro	1.006	1.219	1.798	2.134	13,3	12,0	78,8	75,0
Caribe	1.027	1.690	1.041	1.732	7,7	9,8	1,4	2,5
Eje Cafetero	609	798	718	951	5,3	5,4	17,9	19,2
Suroriente	369	480	339	413	2,5	2,3	(8,1)	(13,9)
Total	9.755	13.431	13.535	17.733	100,0	100,0	38,7	32,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

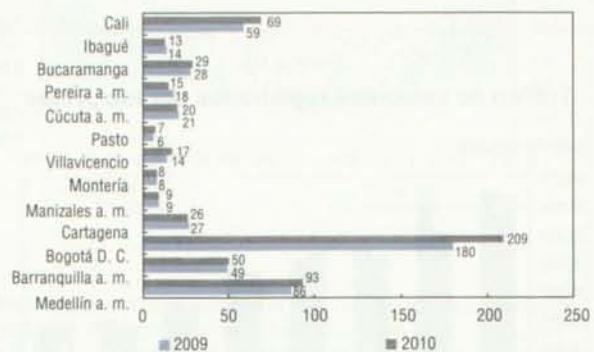
del 16,9%, 16,1% y 8,1% (Gráfico 86). Por otra parte, se destacó el incremento en los créditos para compra de vivienda, los cuales mostraron crecimientos importantes en las regiones Centro y Suroriente, con 24,1% y 22,0%, respectivamente.

g. Sector financiero

La recuperación económica se fue afianzando a lo largo de 2010 en un entorno de bajas tasas de interés y una buena dinámica del crédito⁶¹ en todas las regiones del país. Aquellas que

Gráfico 86
Población ocupada en el sector de la construcción,
por ciudades y área metropolitana (a. m.)

(miles de ocupados)



Fuente: DANE. Gran encuesta integrada de hogares (GEIH).

⁶¹ En este apartado se toma como medida de crédito la cartera bruta, la cual se define como cartera neta más provisiones.

presentaron un desempeño superior al total nacional (16,5%) fueron las regiones Noroccidente, Caribe y Nororiental. Se destaca el Noroccidente por su mayor recuperación, frente al balance negativo del año anterior. Con menor crecimiento y por debajo del promedio nacional se ubicaron Bogotá, Centro, Suroriental, Eje Cafetero y Suroccidente (Cuadro 23).

En 2010 el crecimiento del crédito de consumo se aceleró en la mayoría de las regiones, con excepción del Suroccidente (Gráfico 87). El principal destino del crédito fue la financiación de vehículos y las compras mediante tarjetas de crédito. Por su parte, el crédito comercial tuvo la mayor recuperación en Antioquia (30,5%), el Caribe (23,8%), Santanderes (20,3%) y Bogotá (17,3%). En contraste, se presentó una desaceleración en el Eje Cafetero y en menor medida en las regiones Centro y Suroriental. Finalmente, el microcrédito creció en la mayoría de regiones, especialmente en el Caribe (29,0%), seguido por Nororiental (20,4%), Suroriental (17,7%) y Eje Cafetero (14,4%).

b. Comercio exterior

Las exportaciones totales en dólares sin carbón, ferroníquel, petróleo ni sus derivados, registraron una caída de 0,6% anual en 2010, menor a la observada durante el año

Cuadro 23
Crecimiento anual de la cartera^{a/} por tipo y región
(porcentaje)

Región	Cartera neta		Total			Cartera bruta				Microcréditos	
	2009	2010	2009	2010	Participación 2010 (porcentaje)	Créditos de consumo		Créditos comerciales		2009	2010
						2009	2010	2009	2010		
Noroccidente	(11,3)	25,6	(10,0)	24,7	17,2	(14,6)	16,2	(10,8)	30,5	20,2	7,9
Caribe	5,1	20,2	5,5	20,9	11,0	8,6	16,3	2,8	23,8	55,5	29,0
Nororiental	8,0	19,2	8,0	19,5	5,7	5,7	21,0	4,8	20,3	33,9	20,4
Bogotá	3,5	16,5	4,5	15,8	45,8	5,2	19,5	3,6	17,3	14,8	(2,3)
Centro	10,0	14,8	9,9	14,5	4,2	1,8	19,1	11,6	9,9	24,9	10,7
Suroriental	6,7	14,3	6,2	13,9	1,5	1,7	25,9	5,3	5,0	19,4	17,7
Eje Cafetero	9,4	10,3	9,7	10,0	3,3	1,7	11,9	14,3	8,6	29,7	14,4
Suroccidente	1,0	8,4	1,4	5,8	11,3	0,8	3,2	0,0	6,9	13,7	10,6
Total	1,4	17,2	2,2	16,5	100,0	1,4	16,4	0,8	18,6	24,4	12,1

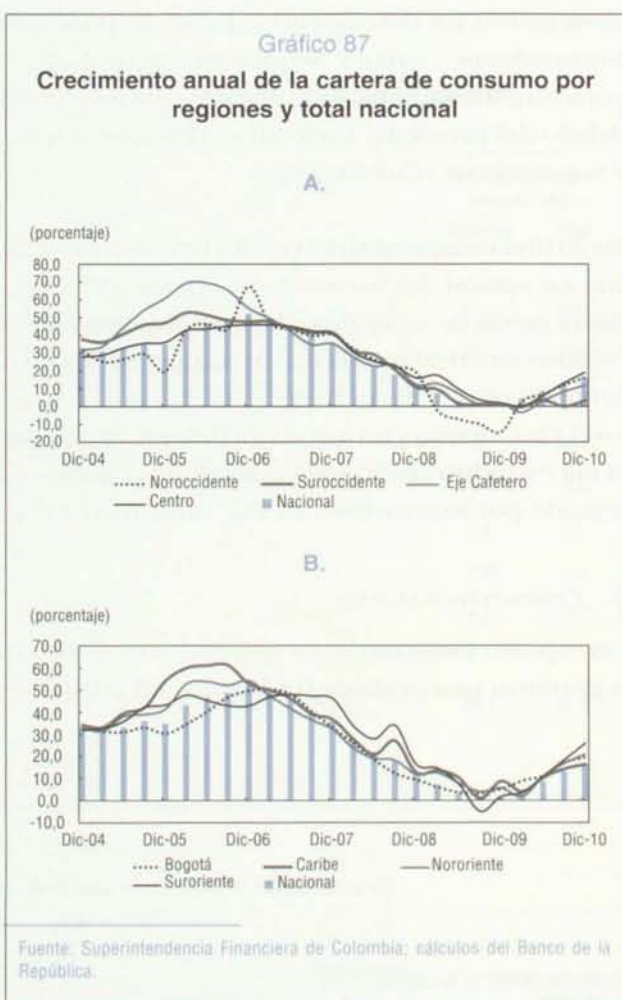
a/ No incluye: cartera de Instituciones Oficiales Especiales (IOE), organismos cooperativos de grado superior, ni cartera titularizada en el período.

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

2009 (-15,7% anual), lo cual fue el resultado de una evolución más favorable de la demanda mundial. Las ventas externas de las regiones Noroccidente, Eje Cafetero, Suroccidente y Bogotá presentaron tasas de crecimiento positivas. Cabe mencionar que este comportamiento se debe principalmente a las exportaciones de oro, esmeraldas y café⁶². Por el contrario, en las regiones Nororiente, Centro, Caribe y Suroriente se evidenciaron reducciones, siendo la más acentuada la del Nororiente, en gran medida por la contracción de sus ventas a Venezuela en 92,4% anual (Cuadro 24).

En 2010 el descenso de las ventas externas hacia Venezuela fue más pronunciado que el observado el año anterior. Por concepto de producción, transformación y conservación de carne y pescado al país vecino no hubo exportaciones de ninguna región. En cuanto a la fabricación de otros productos químicos (en gran parte farmacéuticos y de perfumería) se redujeron los despachos al exterior en todas las regiones del país. Otro rubro con un comportamiento similar fue la fabricación de papel, cartón y productos de tales materiales, principalmente por las menores exportaciones desde las regiones Centro, Suroccidente, Noroccidente y Bogotá (Cuadro 25).

Como se observa en el Gráfico 88, durante 2004 a 2010 se registraron variaciones positivas en las importaciones, con excepción de 2009 para la mayoría de las regiones. En cuanto al año 2010, las importaciones presentaron incrementos importantes, especialmente en el Suroriente, donde crecieron 100,2% anual, seguido en menor escala por el Centro (31,5%), Noroccidente (31,0%) y Bogotá (29,4%). Vale la pena destacar el fuerte crecimiento de las compras externas de vehículos en todas las regiones.



⁶² Sin oro, esmeraldas ni café el crecimiento de las ventas externas fue de 0,9% anual para la región Noroccidente, 0,8% para el Suroccidente y -19,8% para el Eje Cafetero.

Cuadro 24
Exportaciones e importaciones por regiones
(sin carbón, ferroníquel, petróleo y sus derivados)
(millones de dólares)^{a/}

Región	Exportaciones						Importaciones		
	Totales			A Venezuela			2009	2010	Variación (porcentaje)
	2009	2010	Variación (porcentaje)	2009	2010	Variación (porcentaje)			
Noroccidente	4.130	4.710	14,1	469	197	(57,9)	3.698	4.845	31,0
Caribe	2.763	2.641	(4,4)	531	143	(73,1)	7.062	7.265	2,9
Bogotá	2.727	2.810	3,1	820	345	(57,9)	13.972	18.085	29,4
Suroccidente	2.352	2.485	5,7	424	230	(45,8)	3.869	4.915	27,0
Centro	1.976	1.966	(0,5)	293	135	(53,9)	2.883	3.791	31,5
Eje Cafetero	1.234	1.308	6,0	280	90	(67,9)	491	609	23,9
Nororiente	1.256	429	(65,8)	949	72	(92,4)	809	941	16,4
Suroriente	5	2	(69,2)	2	0	(99,4)	114	231	102,0
Total	16.443	16.352	(0,6)	3.768	1.213	(67,8)	32.898	40.683	23,7

a/ Exportaciones en valores FOB e importaciones en valores CIF.

Fuentes: DANE y DIAN; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 25
Exportaciones a Venezuela por regiones,
según algunos rubros CIU tres dígitos
(millones de dólares FOB)

Región	151 - Producción, transformación y conservación de carne y pescado			242 - Fabricación de otros productos químicos ^{a/}				210 - Fabricación de papel, cartón y productos de papel y cartón			
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	Variación 2010/2009 (porcentaje)	2008	2009	2010	Variación 2010/2009 (porcentaje)
Bogotá	3	2	0	151	149	51	(66)	28	27	7	(72)
Caribe	331	216	0	40	40	10	(76)	5	5	2	(62)
Centro	2	0	0	80	68	39	(43)	72	85	48	(44)
Eje Cafetero	81	36	0	9	7	4	(49)	7	23	17	(27)
Noroccidente	27	22	0	30	26	14	(48)	34	27	7	(75)
Nororiente	302	312	0	10	15	1	(96)	18	16	2	(90)
Suroccidente	1	1	0	71	91	53	(42)	76	69	33	(52)
Suroriente	15	2	0	1	0	0	-	1	0	0	-
Total	762	591	0	392	397	170	(57)	240	251	115	(54)

a/ Más del 70% de los envíos por este concepto a Venezuela entre 2008 y 2010 se concentró en productos farmacéuticos y de perfumería.

Fuentes: DANE y DIAN; cálculos del Banco de la República.

i. Inflación

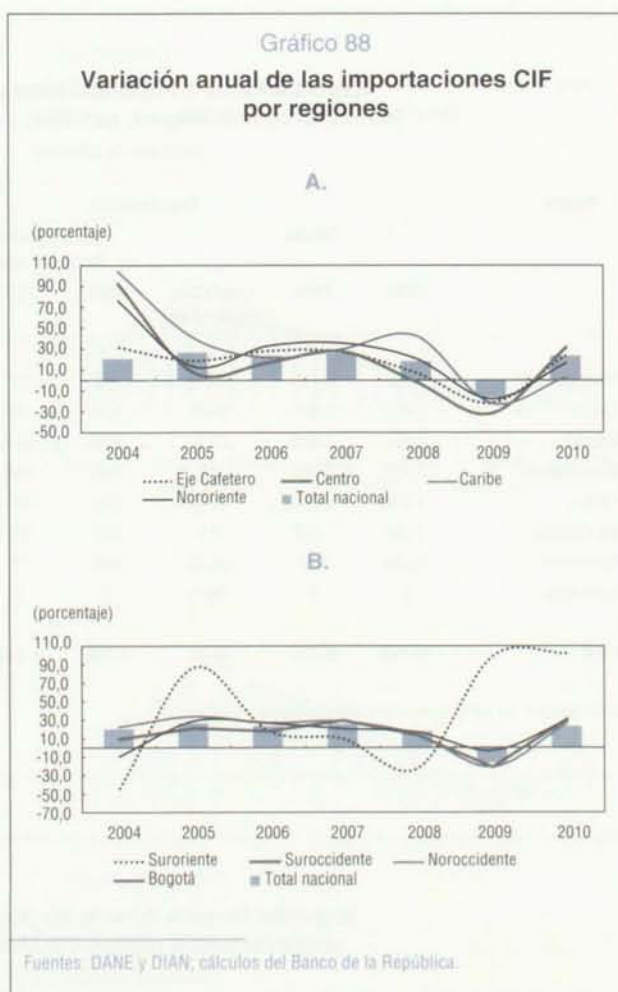
La inflación total en 2010 ascendió a 3,2% anual. En el Caribe la mayoría de ciudades presentaron tasas superiores al promedio nacional, en tanto que en las ciudades del Suroccidente y Eje Cafetero se registraron las más bajas. Las ciudades con mayor inflación fueron Valledupar (4,2%), Bucaramanga (3,9%), Riohacha (3,8%) y Medellín (3,6%).

En Bogotá y en todas las ciudades ubicadas en las regiones Centro, Caribe, Noroccidente y Suroriente el grupo de alimentos presentó incrementos superiores al promedio nacional. La vivienda impulsó los precios, en mayor medida, en las ciudades de Pasto, Villavicencio y Bogotá (Cuadro 26).

j. Mercado laboral

La tasa promedio de desempleo en 2010⁶³ para el total de las 24 ciudades capitales disminuyó levemente frente al año anterior (0,6 pp), siendo el Caribe donde se presentaron las menores tasas. Igualmente, en Medellín bajó de un promedio de 15,7% en 2009 a 13,9% en 2010; en Bogotá cayó de 11,5% a 10,7%, mientras que en Cali se mantuvo estable. En contraste, en la región Suroriental (Villavicencio) se registraron leves aumentos en la tasa de desempleo con respecto al año anterior (Cuadro 27).

La región Nororiente exhibió el mayor crecimiento del desempleo en 2010. En Cúcuta los desempleados se incrementaron en promedio en 10.000 personas⁶⁴, mientras que en Bucaramanga la cifra fue de 14.000; sin embargo, la tasa de desempleo en la capital santandereana fue de las más bajas de las 24 ciudades principales. Las tasas de desempleo más altas se presentaron en las ciudades del Eje Cafetero: Pereira



⁶³ Promedio anual; datos de la GEIH del DANE.

⁶⁴ Se calcula como la diferencia entre el promedio de los cesantes en los cuatro trimestres del año 2010 y los del año anterior.

Cuadro 26
Inflación anual por ciudad en 2010
(porcentaje)

Región / ciudades	Alimentos	Vivienda	Vestuario	Salud	Educación	Diversión	Transporte	Comunicaciones	Otros gastos	Total
Caribe										
Valledupar	6,3	3,8	1,3	2,8	3,5	0,3	3,7	0,4	3,4	4,2
Riohacha	3,7	3,0	0,2	2,2	2,8	1,7	19,7	(0,6)	2,2	3,8
Barranquilla	4,3	3,8	(0,1)	3,6	5,1	(0,7)	2,8	0,1	2,2	3,4
Santa Marta	4,3	3,1	1,2	3,7	4,2	0,2	2,5	0,6	3,8	3,3
San Andrés	4,1	3,2	0,3	3,5	0,9	(0,4)	4,9	1,3	-0,6	3,2
Cartagena	4,1	2,4	1,0	1,8	3,6	7,0	3,9	1,2	3,9	3,2
Montería	4,2	1,8	0,3	1,4	4,1	(0,8)	5,9	1,1	3,4	3,0
Sincelejo	4,6	1,9	0,2	1,2	1,5	(0,7)	4,8	(1,5)	2,2	2,9
Nororiental										
Bucaramanga	4,5	3,7	0,8	4,3	4,6	(3,8)	5,9	2,4	3,0	3,9
Cúcuta	2,4	3,7	(6,8)	3,2	3,8	1,0	2,7	1,0	3,8	2,4
Tunja	3,1	1,0	(0,0)	2,2	4,7	(0,9)	1,1	0,1	3,2	1,9
Noroccidente										
Medellín	4,7	3,8	0,7	3,3	4,7	0,2	3,5	(0,9)	4,0	3,6
Quibdó	5,0	3,2	1,5	0,6	0,5	(0,6)	0,2	0,1	2,6	3,2
Suroriental										
Villavicencio	3,8	4,7	(1,2)	2,9	2,7	(0,1)	3,2	(0,3)	4,2	3,5
Centro										
Ibagué	4,3	2,3	0,0	3,3	3,6	0,4	6,0	(0,3)	4,7	3,4
Florencia	3,7	3,8	0,1	2,5	0,5	1,3	1,0	0,7	3,5	2,9
Neiva	4,7	1,3	0,8	1,7	1,4	(0,5)	2,7	(0,5)	4,3	2,7
Eje Cafetero										
Pereira	2,7	2,9	0,8	4,9	4,6	(3,0)	4,7	(0,1)	3,1	2,8
Armenia	3,9	3,5	(2,6)	3,1	1,8	(2,1)	2,5	0,2	2,3	2,5
Manizales	3,0	3,3	(1,4)	4,6	3,3	(1,9)	0,7	1,2	3,6	2,4
Suroccidente										
Pasto	2,3	4,5	(0,1)	2,1	1,7	1,0	2,9	(0,9)	2,8	2,6
Calí	4,2	3,5	(4,6)	3,5	3,7	(2,8)	1,1	-0,4	3,1	2,5
Popayán	3,0	2,5	(1,5)	3,0	3,9	(1,7)	2,0	4,6	2,3	2,4
Bogotá, D.C.	4,1	4,1	(1,8)	5,4	4,0	2,0	2,5	(0,6)	2,8	3,3
Nacional	4,1	3,7	(1,3)	4,3	4,0	0,6	2,8	(0,3)	3,2	3,2

Fuente: DANE.

Cuadro 27
Estadísticas del mercado laboral por regiones
(2007-2010, promedio anual)
 (porcentaje y miles de personas)

Región/ ciudades	Tasa de desempleo				Tasa de ocupación	Población total	Ocupados	Desocupados	Ocupados informales (porcentaje)
	2007	2008	2009	2010					
Caribe									
Barranquilla	11,4	10,9	10,6	9,2	53,0	1.717	710	72	58,0
Cartagena	13,7	12,0	13,1	11,5	49,9	900	350	46	59,0
Santa Marta	12,4	13,7	10,5	9,3	54,7	426	173	18	
Valledupar	15,4	13,1	11,3	12,2	55,2	346	143	20	
Montería	12,6	12,9	15,8	15,5	57,5	314	140	25	66,7
Sincelejo	13,3	11,4	11,6	11,3	51,8	239	96	12	
Riohacha	18,5	18,0	14,6	12,2	57,9	177	70	10	
San Andrés	11,6	8,9	9,6	9,3	58,0	50	23	2	
Bogotá	10,4	10,0	11,5	10,7	61,3	7.348	3.623	433	45,5
Suroriente									
Villavicencio	10,7	11,0	11,4	11,9	57,9	408	183	25	63,2
Nororiente									
Bucaramanga	9,8	9,4	9,3	11,0	63,4	1.014	522	65	60,6
Cúcuta	11,0	9,3	11,9	14,4	53,6	764	315	53	67,0
Tunja	13,7	12,3	13,3	13,2	53,4	164	68	10	
Suroccidente									
Cali y Yumbo	11,3	12,0	13,6	13,7	58,2	2.299	1.080	172	53,4
Pasto	14,1	14,1	16,8	15,9	56,1	338	153	29	65,4
Popayán	19,5	22,1	19,7	18,2	48,3	237	94	21	
Noroccidente									
Medellín	12,1	13,6	15,7	13,9	55,1	3.364	1.543	249	48,4
Quibdó	25,6	22,9	19,1	17,4	48,1	105	35	7	
Centro									
Ibagué	15,7	19,4	17,2	17,6	55,1	497	216	46	60,5
Neiva	14,1	13,9	14,4	13,0	56,0	310	138	21	
Florencia	12,8	12,7	12,9	13,3	50,3	136	51	8	
Eje Cafetero									
Pereira	13,5	13,8	20,3	20,6	51,2	595	248	64	53,4
Manizales	13,4	14,5	15,3	16,4	48,8	403	163	32	48,7
Armenia	14,3	15,6	17,7	17,7	49,6	281	113	24	
Total									
Total 13 áreas	11,4	11,5	13,0	12,4	57,6	19.960	9.246	1.311	51,6
Total 24 ciudades	11,7	11,9	13,1	12,5	57,1	22.431	10.249	1.464	

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

ocupó el primer lugar (20,6%) y Armenia fue la tercera (17,7%). De manera similar, Quibdó, en la región Noroccidental, tuvo la quinta tasa de desempleo más alta del país (17,4%).

Con respecto a la demanda, en las ciudades de la región Caribe se creó un mayor número de puestos de trabajo, excepto en San Andrés y Montería, donde la tasa de ocupación cayó de manera leve. El Noroccidente y Bogotá presentaron crecimientos anuales importantes del número de ocupados, mientras que en Cali-Yumbo el mejor desempeño de la actividad económica no compensó en 2010 la destrucción de puestos de trabajo ocurrida entre 2008 y 2009. La generación de empleo en el Eje Cafetero fue poco dinámica, situación parecida en la región Centro, donde cayó la ocupación en Ibagué y aumentó levemente en Florencia y Neiva. En la región Nororiente creció la tasa de ocupación en Tunja y Bucaramanga, mientras que en Cúcuta descendió.

Según el DANE, el promedio de los ocupados en 2010 se incrementó en 1.509.835 personas, de los cuales Bogotá concentró el 54,1%, Medellín el 17,9% y Barranquilla el 10,5%; con tasas de crecimiento de 6,0%, 4,6% y 5,9%, respectivamente. Cabe resaltar los incrementos significativos en Pasto (5,9%) y Bucaramanga (4,5%), y disminuciones importantes en Cúcuta (-1,9%) e Ibagué (-1,5%).

De otro lado, la Superintendencia de Subsidio Familiar reportó un crecimiento anual del número de trabajadores afiliados en el país del 4,5%, concentrado principalmente en Bogotá. Los mayores aumentos se dieron en las regiones Suroriente (34,7%), Nororiente (8,6%) y Centro (6,0%) (Cuadro 28).

3. Comportamiento regional en el primer trimestre de 2011

La información al primer trimestre del año muestra que la actividad económica continúa sólida aunque con diferencias importantes entre las regiones. Por su parte, el comportamiento de las ventas en el sector comercio ha sido heterogéneo; según la encuesta del Banco de la República (EMEE), las ventas presentan un balance favorable para Bogotá, Centro, Suroriente y Suroccidente, mientras que en el Caribe y el Eje Cafetero, donde el impacto del invierno fue más fuerte, el balance es menos positivo.

Vale la pena destacar el comportamiento de las ventas de automóviles nuevos en todas las regiones del país. Durante el primer trimestre del año dichas ventas registraron un crecimiento superior al 50% anual. La mayor dinámica la presenta el Suroriente (93,6%), seguido de Bogotá (63,2%), Centro (59,2%) y Nororiente (53,9%).

En el primer trimestre del año las exportaciones sin carbón, ferroníquel, petróleo ni derivados mostraron un buen comportamiento en la mayoría de regiones. Según las cifras del DANE, Bogotá, Noroccidente, Centro y Nororiente exhibieron incrementos cercanos al 20%, siendo importante el aumento de las ventas externas de flores, vehículos, textiles y confecciones. Por su parte, el Caribe y el Suroccidente presentaron

Cuadro 28
Afiliados a cajas de compensación familiar
según ramas de actividad, 2010
(miles de personas)

Regiones	Agropecuario	Minería	Industria	Electricidad, gas y agua	Construcción	Comercio	Hoteles y restaurantes	Transporte y comunicaciones	Intermediación financiera	Inmobiliaria, empresariales y alquiler	Servicios sociales, personales y comunales	Total
Bogotá	62,3	26,1	241,4	7,5	89,6	254,9	33,9	134,9	130,1	513,0	542,9	2.036,7
Noroccidente	56,6	11,5	148,1	9,2	62,2	139,4	17,5	64,8	26,1	12,2	417,7	965,4
Caribe	18,1	10,6	33,5	5,7	37,5	95,0	13,3	34,3	14,2	60,2	408,8	731,1
Suroccidente	26,9	3,1	87,8	7,0	28,7	96,1	9,4	34,3	20,7	125,4	278,8	718,3
Nororienté	19,2	18,3	32,2	4,6	62,7	56,6	7,2	29,7	14,3	77,8	188,9	511,4
Eje Cafetero	11,3	1,2	27,5	4,4	12,5	40,1	4,5	15,9	7,6	38,6	105,5	269,0
Centro	8,3	4,6	11,5	1,4	18,3	25,3	4,1	8,0	6,5	39,8	103,7	231,5
Surorienté	6,0	10,5	3,9	1,0	24,7	12,9	4,7	6,6	5,9	13,3	62,0	151,6
Total	208,7	85,9	585,9	40,8	336,3	720,3	94,5	328,6	225,5	880,3	2.108,1	5.614,9

Fuente: Superintendencia de Subsidio familiar; cálculos del Banco de la República.

menores exportaciones, en particular el Suroccidente registró una reducción en los envíos de azúcar. En cuanto a las importaciones, el crecimiento anual para el primer trimestre de 2011 ha sido dinámico en todas las regiones, con mayor fuerza en Noroccidente, Suroccidente, Centro y Bogotá. Para estas tres últimas zonas la importación de vehículos fue lo que más contribuyó a dicho comportamiento.

De acuerdo con las cifras del DANE a marzo de 2011, las licencias aprobadas para construcción continúan con un fuerte impulso, superando ampliamente en todas las regiones los registros de un año atrás; en particular, la vivienda ha tenido un buen comportamiento en el Noroccidente, Suroccidente y Eje Cafetero. A su vez, el empleo en la construcción muestra un buen comportamiento impulsado por la mayor creación de puestos de trabajo en Bogotá y Medellín, a pesar de la caída del empleo en Cali.

En el trimestre enero-marzo la tasa de desempleo se redujo en la mayoría de ciudades, especialmente en las de mayor población, con excepción de Cali, donde la tasa pasó de 13,6% en 2010 a 16,8% en 2011. Bogotá y Medellín presentaron reducciones significativas en el primer trimestre, de 12,8% en 2010 a 11,7% en 2011 para Bogotá, y de 15,1% en 2010 a 13,7% en 2011 para Medellín.

Según cifras del DANE a marzo de 2011, la industria presentó crecimientos significativos. El mayor aumento se observó en Antioquia con 12,2%, principalmente por vehículos, textiles y conservación de carne y derivados cárnicos; igualmente, en el Nororiente la industria creció 10,1%, impulsada por los sectores de maquinaria y equipo, cueros y productos de cuero y otros productos alimenticios. Por su parte, las regiones Suroccidente (5,4%), Caribe (4,4%) y Bogotá (2,0%) presentaron incrementos moderados, mientras que la región Cafetera disminuyó (-2,9%) por una caída importante en la producción de otros equipos de transporte (motocicletas), y maquinaria y equipo.

RECUADRO 1

BURBUJAS EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS Y POLÍTICA MONETARIA

El precio de un activo puede, al menos en teoría, ser separado entre dos componentes, uno determinado por los fundamentales económicos y otro que refleja principalmente comportamientos especulativos o irracionales. A este último componente, observado por un período prolongado, se le conoce como burbuja en el precio de un activo (Rudebusch, 2005). En este recuadro se describen algunas causas que han dado lugar a este fenómeno y las posibles consecuencias que pueden tener sobre una economía, sin pretender darles algún orden de importancia. Finalmente, se hace un breve resumen sobre la literatura acerca de la respuesta óptima de la autoridad monetaria a las burbujas en los precios de los activos.

En las últimas tres décadas se han observado burbujas en los precios de los activos en países como Suecia, Japón, los Estados Unidos, Inglaterra, España e Islandia (Gráfico R1.1) (Reinhart, 2009, 2010a, 2010b). En los episodios previos a las crisis se encontraron situaciones comunes como: una marcada aceleración de los precios de los activos¹, fuertes entradas de capital, una deuda pública que se acelera y un déficit de cuenta corriente que se amplía significativamente.

Pese a las anteriores coincidencias, las causas que generaron estos desbalances pueden diferir. En el caso de Suecia la crisis surgió en un entorno en el cual se estaban gestando varias políticas macroeconómicas como: i) respaldar una tasa de cambio fija, ii) desregular el sector financiero, iii) expandir los niveles de crédito, y iv) suministrar préstamos a bajo

¹ Tanto en acciones y títulos como en los precios de la vivienda.

costo para adquisición de vivienda y para estudios², sin una evaluación rigurosa del riesgo. Todo esto se inició a mediados de los años ochenta, formó una burbuja hipotecaria que culminó a comienzos de los noventa y condujo a una crisis en la cual gran parte de la banca quebró.

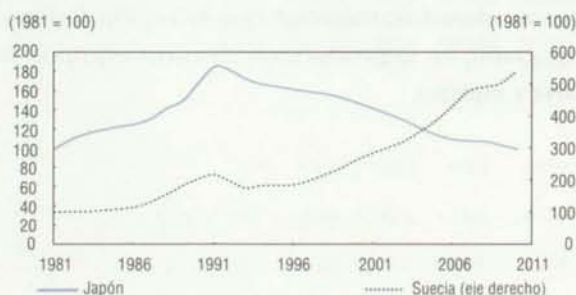
En Japón, a finales de los años ochenta, a pesar de las buenas perspectivas económicas, las autoridades tenían un elevado optimismo sobre la estabilidad de precios y por ello mantuvieron una política monetaria laxa (McCallum, 2003; Shiratsuka, 2003). El proceso de liberalización

(García y Machuca, 2003) y la apreciación del yen debido a las entradas de capital también favorecieron las presiones alcistas sobre los precios de los activos. Este comportamiento se acrecentó por el rápido aumento del crédito bancario, que no estuvo acompañado por un fortalecimiento del marco regulatorio, prudencial y de supervisión (Okina y Shiratsuka, 2002; Shiratsuka, 2003). Todo esto alimentó una burbuja financiera durante la segunda mitad de los años ochenta, que ocasionaría consecuencias negativas sobre su economía en la siguiente década.

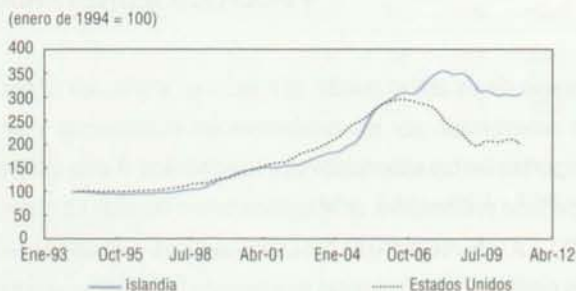
Dos ejemplos recientes son los Estados Unidos e Islandia. Dado que la economía estadounidense es la más grande en el mundo, la crisis de 2008 generó un fuerte interés en el ámbito académico por determinar cuáles fueron las causas y los orígenes de la misma.

Gráfico R.1.1
Precios de vivienda

A. Japón y Suecia



B. Islandia y los Estados Unidos



Fuente: BIS.

² Para tal efecto, el sistema financiero debía tener más del 50% de sus activos en bonos ofrecidos por el gobierno o por entidades hipotecarias (Yorulmazer, s. f.; Edmonds, 2010).

Entre las principales explicaciones se encuentran: una política monetaria laxa; desbalances macroeconómicos que se gestaron a lo largo de más de tres décadas; excesos de ahorro de países emergentes que buscaban rentabilidades en mercados financieros desarrollados, y la fragilidad financiera que se derivó de la falta de regulación, la cual permitió excesos de apalancamiento en un entorno de una acelerada innovación financiera³.

En Islandia, aunque el detonante fue la crisis internacional de 2008, esta no fue la causa fundamental. Este país presenció un auge energético, que alimentó un auge de inversión y fuertes entradas de capital que apreciaron la moneda, facilitaron la expansión del crédito y presionaron al alza los precios de los activos (Hannibalsson, 2009). Todo esto en un entorno en el cual se hizo evidente la ausencia de políticas macroeconómicas que evitaran el apalancamiento excesivo de los bancos y de los hogares⁴.

En cuanto a las consecuencias de las crisis, al desplomarse los precios de los activos los agentes económicos experimentaron pérdidas significativas de su riqueza, generando inestabilidad financiera y caída en la confianza, lo cual se tradujo en recesiones económicas y en un deterioro marcado del mercado laboral durante un tiempo prolongado. Adicionalmente, se observa un alto nivel de endeudamiento tanto privado como público (Cuadro R1.1).

El papel de la política monetaria

Los principales problemas que ha identificado la literatura económica al momento de usar la tasa de interés como una herramienta para evitar las burbujas en los precios de los activos son los siguientes (Greenspan, 2002; Bernanke, 1999 y 2002):

- Es difícil identificar la existencia de una burbuja en los precios de los activos, por tanto, si las autoridades económicas encuentran alguna evidencia de su presencia, deben ser capaces de estimar con precisión el nivel de precios que respondería solamente a los fundamentales. También deben tener la certeza de identificarla mejor que el mercado.
- Aunque la burbuja pudiera ser identificada, el efecto que tendría la tasa de interés sobre la misma es altamente incierto y en ocasiones contrario al deseado. Un aumento en las tasas de interés podría deprimir la economía en general y afectar muy levemente las decisiones de los inversionistas involucrados en la burbuja.

³ En su orden estas teorías son de Taylor (2009); Blanchard y Milesi-Ferretti (2009); Caballero (2008 y 2009), y De Gregorio (2010).

⁴ Por ejemplo, los tres bancos más grandes tenían activos por USD168 mm, es decir catorce veces el PIB de Islandia, y estos recursos provenían del exterior sin ninguna supervisión adecuada (Glintir, Landisbanki y Kaupthing, 2010).

Cuadro R1.1

Comportamiento durante auges de precios de activos

	Promedio previo ^{a/}	Promedio del auge ^{b/}	Promedio posauge ^{c/}	Media (70-02)	Cambio antes del auge ^{d/}	Cambio después del auge ^{e/}
Precio de activos						
Δ Agregado	5,2	8,5	(5,6)	(0,5)	(3,9)	(11,5)
Δ Acciones	9,1	12,8	(8,0)	1,8	(0,8)	(1,9)
Δ Vivienda y comercial	3,1	7,8	(3,2)	(1,2)	5,5	(10,7)
Variables reales						
Δ PIB	3,4	3,5	1,3	2,3	0,3	(2,4)
Δ Consumo	3,3	3,8	1,6	2,0	0,5	(1,9)
Δ Inversión	6,8	7,2	(3,2)	2,1	(1,9)	(9,1)
Variables monetarias						
Δ Crédito	4,5	7,1	1,2	3,6	2,1	(2,9)
Δ Agregado monetario	4,4	5,5	1,9	2,5	1,9	(1,3)
Inflación	4,5	4,0	5,2	6,0	0,8	(1,3)
Brecha de la tasa de interés real	(0,2)	0,3	0,5	(0,3)	0,8	0,0

a/ Promedio previo: promedio de los dos años anteriores al auge.

b/ Promedio del auge: promedio durante el auge.

c/ Promedio posauge: promedio de los dos años posteriores al auge.

d/ Cambio antes del auge: es el cambio entre el último año del auge y el segundo año antes del auge.

e/ Cambio después del auge: es el cambio entre el segundo año después del auge y el último año del auge.

Fuentes: Detken y Smets (2004). "Asset Price Booms and Monetary Policy". Working Paper Series n.º 364, estudio realizado para 18 países de la OECD (1970-2002).

- * La tasa de interés no necesariamente es la estrategia menos costosa para responder a una burbuja de precios en los activos. Alternativas como cambios en la regulación y supervisión financiera podrían ser menos onerosas.

Debido a estos problemas, anterior a la crisis de 2008 la posición "ortodoxa" sugería que la política monetaria no debería responder a cambios en los precios de los activos, excepto en la medida en que ellos indicaran variaciones en las expectativas de inflación (Bernanke y Gertler, 1999). Las principales razones que justificaban este argumento eran dos. En primer lugar, el fuerte compromiso con la estabilidad de precios por parte de un banco central, a través de una política monetaria contracíclica, debería contribuir a estabilizar los precios de los activos y con ello mitigar las crisis financieras. El segundo era una elevada confianza del poder estabilizador que tenían los bancos centrales, posterior a la desinflada de las burbujas. Por estas razones, la respuesta de la política monetaria ante cambios en los precios de los activos debería ser asimétrica: pasiva cuando estos suben y fuertemente activa cuando bajan o se revierten las burbujas (Greenspan, 2004).

Posteriormente, autores en favor del esquema de inflación objetivo afirmaban que los precios de los activos deben incluirse en el análisis macroeconómico, ya que las burbujas

y la inestabilidad financiera asociada pueden alterar los mecanismos de transmisión de la política monetaria e influir sobre el producto potencial y la tasa de interés natural. Por tanto, cuando la evolución de los precios de los activos afecta los pronósticos de inflación y de la brecha del producto, la tasa de interés debería reaccionar (Svensson, 2010). Así las cosas, si se tienen en cuenta estos precios en el análisis y se concluye, con una elevada probabilidad, que habrá presiones inflacionarias, la tasa de interés debe incrementarse.

Las críticas a las anteriores dos visiones se enfocan en que los indicadores y pronósticos de empleo e inflación no necesariamente envían señales anticipadas de inestabilidad financiera. Adicionalmente, las experiencias en crisis pasadas han mostrado que el poder que tienen los bancos centrales de estabilizar la economía después de una crisis financiera es limitado. Por ejemplo, previa a la burbuja de precios de activos de Japón, tanto las autoridades económicas como el mercado tenían un elevado optimismo sobre la estabilidad de precios junto con perspectivas de crecimiento muy favorables. Con este panorama, las tasas reales se mantuvieron en niveles bajos. Posterior a la burbuja, a pesar de la reacción del banco central, Japón experimentó una deflación que ha durado más de una década.

La literatura reciente afirma que la discusión debe ir más allá del precio de los activos y enfocarse en un concepto más amplio denominado *desequilibrio financiero*⁵. Este se presenta por fallas de mercado o deficiencias en la información, lo que tiende a subestimar el riesgo y afectar las decisiones intertemporales de consumo e inversión de los hogares y las empresas. Por ejemplo, ante unas expectativas muy favorables en los precios de los activos y en la actividad económica, la inversión y el crédito pueden crecer aceleradamente y conducir a los balances de las agentes a niveles peligrosamente elevados —se le conoce como *acelerador financiero*—. Así las cosas, si el riesgo está subestimado y la valoración de los activos resulta muy inferior al proyectado, la relación entre precios de los activos, actividad económica y crédito sería insostenible y se desencadenaría una crisis financiera.

La evidencia empírica muestra que la probabilidad de generación de desequilibrios financieros es mayor en períodos de expansión y de inflación estable, y aumenta en presencia de tasas de interés bajas. Adicionalmente, procesos de liberación financiera y de desarrollo tecnológico, así como nuevos instrumentos de diversificación y de distribución de riesgos, pueden hacer el sistema más vulnerable a las crisis financieras.

⁵ Burbujas en los precios de los activos, cambios en la dirección de los flujos de capital, exceso de endeudamiento en moneda extranjera, percepción equivocada de riesgos, sustitución de monedas, entre los más importantes.

Por todas estas evidencias encontradas antes y después de las crisis, diferentes autores han reconocido la necesidad de que la autoridad monetaria asuma una responsabilidad importante en materia de estabilidad financiera. Los organismos multilaterales también han comenzado a introducir el tema de políticas macroprudenciales. Esto, sin embargo, no ha implicado que el debate entre las diferentes corrientes mencionadas haya sido superado. Pese a ello, una estrategia intermedia como la que se describe en los siguientes puntos, ha cobrado importancia en la reciente literatura económica:

- Se deben evitar largos períodos de tasas de interés innecesariamente bajas que puedan exacerbar burbujas en los precios de los activos y promover desequilibrios financieros.
- Lo anterior es más eficiente si viene acompañado de políticas macroprudenciales (monetarias, regulatorias y fiscales) que ayuden a evitar desbalances macroeconómicos⁶.
- Si se considera el impacto de los precios de los activos (o de algún desbalance macro) sobre las proyecciones de la inflación y del producto, el horizonte de pronóstico debe ser más amplio.
- Si bien es difícil pronosticar con alta certidumbre la formación o presencia de algún desequilibrio financiero, es importante mantener un seguimiento del mercado de activos y del crédito. La comunicación de estudios que informen sobre estos seguimientos puede considerarse como una política macroprudencial, que amplía la información de los agentes y contribuye a evitar al menos su profundización.

Referencias

- Bernanke, B. (2002). Speech (15 de octubre). Governor Ben S. Bernanke, Asset-price "Bubbles" and Monetary Policy, Before the New York Chapter of the National Association for Business Economics.
- Bernanke, B. Gertler, M. (1999). "Monetary Policy and Asset Price Volatility", Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Blanchard, O; Milesi-Ferretti, G. M. (2009). "Global Imbalances: In Midstream?", Staff Position Note, núm. SPN/09/29, Fondo Monetario Internacional.
- Caballero, R. J. (2009). "The Other Imbalance and the Financial Crisis", preparado para la Conferencia Paolo Baffi, pronunciada en la Banca d'Italia el 10 de diciembre de 2009.
- Caballero, R. J.; Farhi, E.; Gourinchas, P. O. (2008). "Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances", Documento de Trabajo, National Bureau of Economic Research (NBER).
- De Gregorio, J. (2008). "Las tensiones de la economía mundial. Documentos de política económica", documento interno, Banco Central de Chile.

⁶ En la pasada década las autoridades económicas de Colombia ejecutaron medidas de este tipo: incrementos preventivos en las tasas de interés, encajes marginales, acumulación de reservas internacionales, depósitos al endeudamiento externo y a la inversión extranjera de portafolio, limitación a las operaciones de derivados de las entidades financieras, y restricciones a la exposición en moneda extranjera y al descalce de los balances (plazos) de los agentes financieros.

- Edmonds, T. (2010). "Banking Crises: lessons from Sweden and Norway", Library House of Commons.
- García, A.; Machuca, C. (2003). "La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los Estados Unidos", documento ocasional, núm. 0305, Banco de España.
- Greenspan, A. (2004). "Risk and Uncertainty in Monetary Policy", Meeting of the American Economic Association, San Diego.
- Greenspan, Alan (2002). Speech (30 de agosto). Chairman Alan Greenspan, Economic volatility, At a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
- Hannibalsson, J. B. (2009). "The International Financial Crisis: The Case of Iceland. Are there Lessons to be Learnt?", Working Paper Global Financial Market, núm. 3.
- McCallum, B. (2003). "Japanese Monetary Policy, 1991-2001", Economic Quarterly, vol. 89, núm. 1, Banco de la Reserva Federal de Richmond.
- Okina, K.; Shiratsuka, S. (2002). "Asset Price Bubbles, Price Stability and Monetary Policy: Japan's Experience, Monetary and Economic Studies, Banco de Japón.
- Reinhart, C. (2010a). "This Time is Different Chartbook: Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises", Working Papers núm. 15815, National Bureau of Economic (NBER).
- Reinhart, C.; Rogoff, K. (2009). "The Aftermath of Financial Crises", NBER Working Papers núm. 14656, National Bureau of Economic Research.
- Reinhart, C.; Rogoff, K. (2010b). "From Financial Crash to Debt Crisis", NBER Working Papers núm. 15795, National Bureau of Economic Research.
- Rok, S. (2010). "Iceland's Economic and Financial Crisis: Causes, Consequences and Implications", MPRA paper, núm. 29972 [publicado el 30 de marzo].
- Rudebusch, G. (2005). "Monetary Policy and Asset Price Bubbles", FRBSF Economic Letter, núm. 2005-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, 5 de agosto.
- Shiratsuka, S. (2003). "Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability", Discussion Paper núm. 2003-E-15, Institute for Monetary and Economic Studies, Banco de Japón.
- Svensson, L. (2010). "Inflation Targeting", Working Paper Series, núm. 16654, National Bureau of Economic Research (NBER).
- Taylor, J. (2009). "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went", working paper, núm. 14631, National Bureau of Economic Research (NBER).
- Yorulmazer, T. (s. f.). "Lessons from the Resolution of the Swedish Financial Crisis". Federal Reserve Bank of New York.

RECUADRO 2

EVOLUCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA Y SU FINANCIACIÓN DE 2000 A 2010

La balanza de pagos es el registro estadístico que consolida las transacciones de una economía con el resto del mundo. La cuenta corriente es uno de sus componentes, el

cual permite analizar si una economía genera los recursos suficientes para cubrir sus necesidades corrientes de funcionamiento o si debe acudir al ahorro externo (mayor deuda externa, inversión extranjera directa [IED] o la liquidación de sus activos externos, entre ellos sus reservas internacionales) para financiar el exceso de gasto sobre ahorro. Por tanto, el balance de la cuenta corriente debe ser igual a las entradas de la cuenta financiera y a la variación de las reservas internacionales.

La cuenta corriente, que se mide en términos de superávit o déficit, es el resultado del balance entre las exportaciones e importaciones de bienes y servicios no factoriales y de los ingresos y egresos por concepto de renta de factores y de transferencias. Por su parte, la cuenta de capital y financiera registra las entradas y salidas de capitales extranjeros y colombianos que se realizan bajo la forma de inversiones directas y de portafolio, endeudamiento externo y de otras operaciones de capital asociadas, principalmente, con los cambios netos en los activos de los colombianos en el exterior.

1. Estructura y evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos colombiana

La cuenta corriente de la balanza de pagos en los últimos diez años ha mostrado un déficit creciente que ha fluctuado entre un superávit de 0,8% del PIB en el año 2000 y un déficit máximo de 3,1% en 2010, con un promedio de -1,6% en todo el período (Gráfico R2.1). Lo anterior refleja que el crecimiento económico colombiano ha estado acompañado de un aumento sostenido en las importaciones de bienes y servicios financiados principalmente con capitales extranjeros. Este resultado deficitario se puede explicar en términos de la evolución de los principales componentes de la cuenta corriente, como son la balanza comercial y de servicios, la renta de factores y las transferencias.

Gráfico R2.1

Déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos en términos del PIB



Fuente: Banco de la República.

a. Estructura de la cuenta corriente

La estructura de la cuenta corriente puede analizarse a través de sus flujos brutos de ingresos y egresos. En orden de importancia, los principales componentes de los ingresos son: las exportaciones de bienes, que pasaron de representar el 73% del total de los ingresos en 2000 al 79% en 2010; las exportaciones de servicios, que perdieron participación durante la década, al caer del 11% al 9%, y las transferencias corrientes, que se mantuvieron alrededor del 10% entre dichos años. Los ingresos por renta factorial son el componente menos significativo de los ingresos corrientes, y su participación cayó del 6% en 2000 a menos del 3% en 2010 (Gráfico R2.2).

Por su parte, en cuanto a los egresos corrientes, a lo largo de la década las importaciones de bienes participaron con cerca del 63% del total, seguidos por los egresos de renta

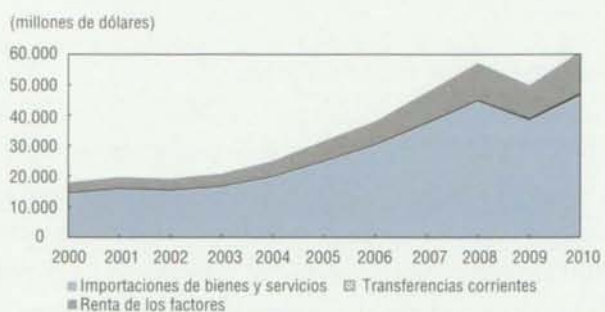
factorial, que se elevaron del 19% en 2000 al 22% en 2010; por último están las importaciones de servicios, que pasaron de tener una participación del 18% en 2000 al 13% en 2010.

Gráfico R.2.2
Estructura de los ingresos y egresos de la cuenta corriente de Colombia, 2000 a 2010

A. Ingresos



B. Egresos



Fuente: Banco de la República.

b. Evolución del déficit corriente en términos de sus principales componentes

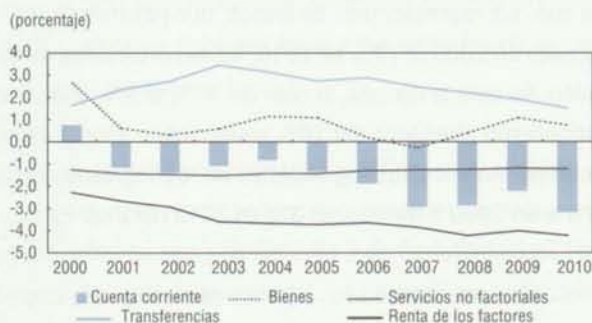
Las transacciones externas que explican el gasto deficitario de la economía colombiana han sido, en su orden, el déficit de la renta factorial, en el cual en promedio durante la última década se ubicó en 3,5% del PIB, y el del comercio de servicios no factoriales, que lo hizo en 1,4% del PIB. Por el con-

trario, el balance positivo del comercio de bienes y el superávit en las transferencias corrientes han ayudado a compensar parcialmente los balances deficitarios de la renta de factores y los servicios no factoriales, que fueron en promedio 2,5% y 0,8% del PIB, respectivamente (Gráfico R2.3).

La tendencia creciente del déficit de los últimos años está vinculada principalmente con los egresos netos por renta factorial, los cuales se elevaron de US\$2.289 m en 2000 (2,3% del PIB y 16% del total exportado por bienes y servicios) a US\$12.117 m en 2010 (4,2% del PIB y 27% del total exportado por bienes y servicios). Los elementos que explicaron el incremento del déficit de la renta factorial fueron las utilidades obtenidas por las empresas con capital extranjero.

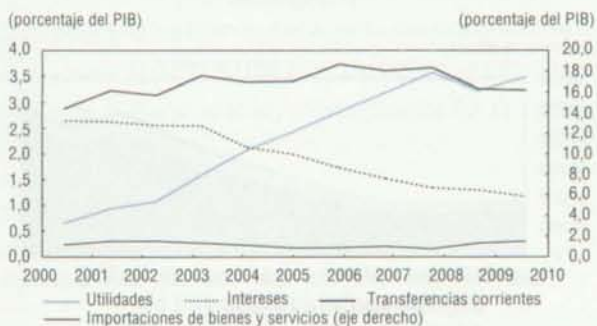
El Gráfico R2.4 muestra la creciente participación de los egresos brutos por concepto de utilidades en términos del PIB, al pasar de 0,7% en 2000 a 3,5% en 2010, lo cual contrasta con la decreciente participación de los egresos por pago de intereses de la deuda externa (2,6% en 2000 a 1,2% en 2010). Las transferencias corrientes presentaron un comportamiento relativamente estable a lo largo de la década, en tanto que las importaciones de bienes y servicios pasaron de representar el 14,4% del PIB en 2000 a 16,1% en 2010, con un máximo en 2006 de 18,7%.

Gráfico R2.3
Evolución de la cuenta corriente en términos del PIB por componentes



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R2.4
Egresos por componentes de la cuenta corriente de Colombia



Fuente: Banco de la República.

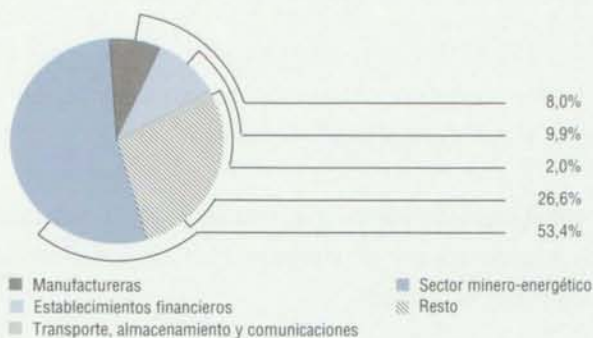
El aumento en los montos de utilidades refleja el balance positivo de las empresas que se beneficiaron tanto por los altos precios de exportación de los productos minero-energéticos y de sus mayores cantidades despachadas como por el favorable desempeño de la demanda interna de la economía. Otro elemento que explicó el aumento en el monto de las utilidades fue el flujo creciente de IED que ingresó al país de manera más pronunciada desde 2005, destacándose las mayores inversiones en las actividades de petróleo, carbón, comercio, comunicaciones, financieras y manufactureras.

Así las cosas, al desagregar el rubro de utilidades por actividades económicas se observa que las generadas en los sectores minero-energético, manufacturero y financiero son las que están determinando el saldo negativo de la renta factorial. De acuerdo con los datos reportados en la balanza de pagos, en los últimos diez años, en promedio, el 53% de los egresos por utilidades fue causado por las empresas extranjeras productoras y exportadoras de petróleo y carbón, el 10% por establecimientos financieros y el 8% por compañías manufactureras (Gráfico R2.5). En 2010 se registraron USD10.071 m por giro de utilidades, equivalentes a 2,3 veces el promedio de la década, 3,5% del PIB de 2010 y 22,3% del total exportado por bienes y servicios en ese año. Así mismo, durante 2010 la distribución sectorial se mantuvo en niveles similares.

El creciente aumento en el saldo de la deuda externa en dólares impulsó el monto de los egresos por renta de los factores y, en particular, el pago de intereses por las obligaciones financieras con el exterior de las entidades públicas y del sector privado. Sin embargo, en relación con el PIB, tanto el saldo como el pago de intereses han disminuido a lo largo

de la década, al pasar de 36,3% al 22,5% del PIB para el caso del saldo y de 2,5% al 1% para los intereses (Gráfico R2.6). En 2010 se registraron USD2.945 m por pago de intereses, de los cuales 77% correspondieron al pago de intereses sobre la deuda externa pública y el resto sobre la privada. Las nuevas contrataciones de créditos externos se han orientado, en una buena proporción a

Gráfico R2.5
Utilidades según actividad económica,
2000-2010



Fuente: Banco de la República.

la financiación de las importaciones de bienes y de servicios, y a la adquisición de participaciones accionarias en empresas no residentes.

El segundo componente del déficit corriente de la balanza de pagos es el balance deficitario del comercio exterior de servicios no factoriales. El crecimiento importador de bienes, medido en términos de cantidades y en dólares, así como el alto precio de los combustibles, produjo un aumento sostenido de los pagos por concepto de fletes y seguros de mercancías. Por ello, en promedio entre 2000 y 2010 el 54% del déficit de servicios se originó en el pago de fletes. De

otra parte, el auge de la actividad petrolera y minera en el país también ocasionó una mayor demanda por servicios técnicos asociados con estas actividades, explicando el 24% del total del déficit de servicios en 2010. Finalmente, las comisiones pagadas por reaseguros, vinculados, principalmente, con las obras civiles y licitaciones públicas, fueron responsables del 16% del déficit de la cuenta de servicios no factoriales.

Como se mencionó, los déficit obtenidos por concepto de la renta factorial y la balanza de servicios han sido parcialmente compensados por los ingresos netos por transferencias corrientes y el saldo positivo de la balanza comercial.

En el caso de las transferencias corrientes, el crecimiento de las remesas de trabajadores, su componente más importante, se constituyó en el principal factor que atenuó el déficit

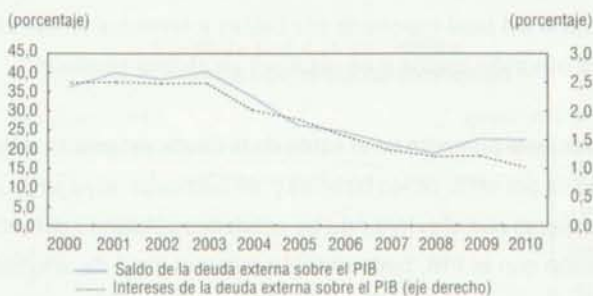
Gráfico R.2.6

Crecimientos y participaciones sobre el PIB del saldo e intereses de la deuda externa, 2000-2010

A. Crecimientos de los saldos e intereses (rezagado un periodo) de la deuda externa



B. Participación sobre el PIB del saldo y de los intereses de la deuda externa



Fuente: Banco de la República.

corriente de la balanza de pagos. Los ingresos por remesas de trabajadores presentaron incrementos importantes entre 2000 y 2008; de hecho, en términos nominales se elevaron de USD1.578 m en 2000 a USD4.023 m en 2010, con el punto más alto en 2008, cuando alcanzaron USD4.842 m (2% del PIB). Con respecto a su participación en el PIB, los ingresos por remesas cayeron de 1,6% al 1,4% entre 2000 y 2010, mostrando un máximo en 2003, cuando representaron el 3% del PIB. Recientemente, la última crisis financiera internacional y la lenta recuperación de las economías receptoras de emigración colombiana, en particular España y los Estados Unidos, afectaron negativamente la evolución de este ítem.

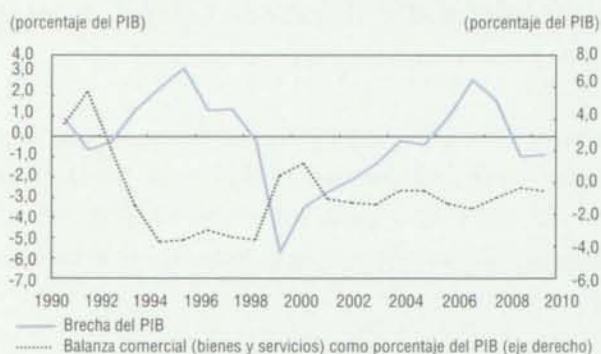
En cuanto al comercio exterior de bienes, su balance ha sido superavitario en la década considerada, resultado de un mayor crecimiento exportador con relación al registrado en el caso de las importaciones. Este comportamiento fue el segundo factor que compensó los balances negativos registrados en la renta de los factores y en el comercio exterior de servicios.

Cabe señalar que el resultado de la balanza comercial presenta un comportamiento inverso al del ciclo económico, aumentando el déficit en los ciclos de expansión y reduciéndolo en los períodos de contracción (Gráfico R2.7). Lo anterior ocurre debido a que el crecimiento económico afecta de manera directa y positiva la demanda por importaciones, lo que disminuye el saldo de la balanza comercial.

Por su parte, la dinámica exportadora de bienes de la última década estuvo estrechamente

Gráfico R2.7

Brecha del PIB y balanza comercial



Fuentes: DANE y Banco de la República.

relacionada con la evolución de las exportaciones minero-energéticas, que representaron el 36% del promedio exportado entre 2000 y 2010, el cual fue un factor importante que atenuó el déficit corriente. Este comportamiento estuvo asociado, principalmente, con la evolución de los precios internacionales de las materias primas y con los mayores volúmenes exportados de algunos

de estos productos. Cabe señalar que en el caso de los bienes industriales, entre 2005 y 2008 el mercado venezolano desempeñó un papel importante en el crecimiento exportador, el cual se revirtió posteriormente y se mantiene a la fecha.

En el caso del crecimiento importador, especialmente el de los últimos años, han cumplido un papel relevante: i) el desarrollo de proyectos productivos; ii) la inversión en bienes de capital e intermedios (propiciada por los estímulos fiscales); iii) la renovación y ampliación del equipo de transporte; iv) el comportamiento de la tasa de cambio, y v) la mayor demanda de los hogares por bienes de consumo.

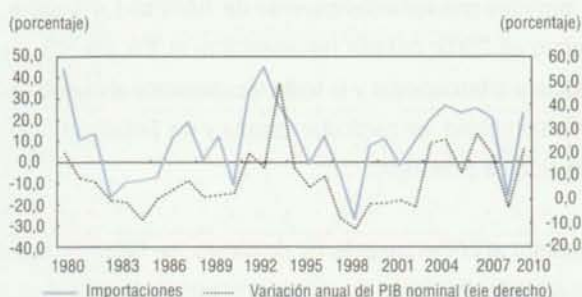
En el Gráfico R2.8., paneles A y B, se observa la relación positiva entre las importaciones de bienes y servicios y el crecimiento del PIB.

En los últimos diez años la diferencia entre ingresos y egresos corrientes ha sido negativa y creciente, lo que se ha traducido en un aumento del déficit de las transacciones corrientes de la balanza de pagos. La diferencia negativa entre estos flujos ha sido más pronunciada recientemente debido al déficit creciente en renta factorial y en el comercio exterior de servicios no factoriales.

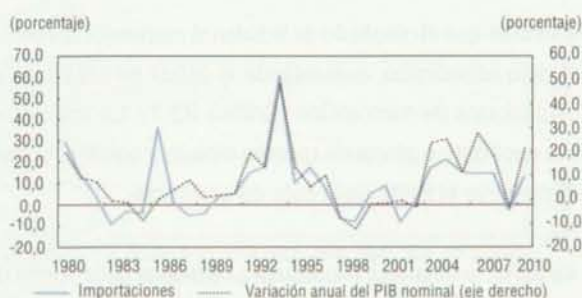
En general, existe un estrecho vínculo entre los factores que explican el déficit corriente en el período analizado y la estructura de financiación externa. En particular, cabe recordar la relación entre el crecimiento de los egresos por utilidades con el aumento de los flujos de

Gráfico R.2.8

A. Importaciones de bienes y crecimiento del PIB nominal
(variación porcentual anual)



B. Importaciones de servicios no factoriales y crecimiento del PIB nominal
(variación porcentual anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

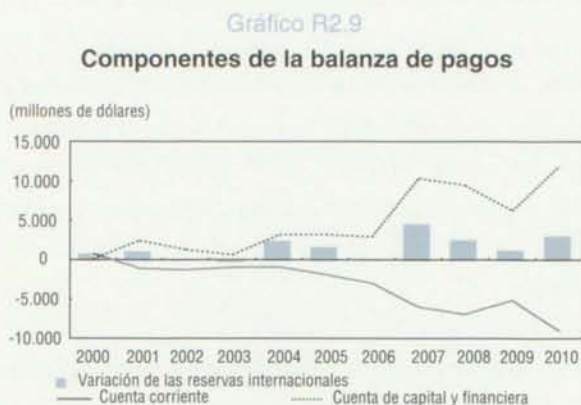
IED. A continuación se describe cuáles fueron los aspectos más relevantes de la estructura de financiación de déficit corriente en Colombia durante la última década.

2. Financiación del déficit corriente

De acuerdo con la balanza de pagos, desde el año 2000 Colombia ha venido experimentando entradas de capital que han financiado la cuenta corriente y una acumulación creciente de reservas internacionales. Este fenómeno se intensificó desde 2007 y especialmente en 2010 (Gráfico R.2.9), cuando el saldo superavitario de capitales fue de USD11.879 m (4,1% del PIB), superando ampliamente el promedio anual entre 2000 y 2008 (USD3.737 m; es decir, 2,24% del PIB), y siendo mayor en US\$5.624 m al registrado en 2009. Cabe señalar que una parte de las entradas de capital extranjero en los dos últimos años se destinó a la compra de activos externos productivos y al pago de reembolsos de capital de filiales extranjeras a sus casas matrices. Por tanto, en estos años no todas las entradas de capital fueron utilizadas como fuente de financiación del déficit corriente.

El análisis de la evolución de estos flujos de capital se puede efectuar de acuerdo con su origen (nacional o extranjero), plazos y modalidad. En Colombia en los últimos años se observó que las entradas de capital correspondieron en mayor proporción a recursos extranjeros de largo plazo por inversiones directas y créditos externos, lo cual contribuyó al posterior aumento de los egresos de la cuenta corriente por generación y distribución de utilidades y el pago de intereses por deuda externa.

El saldo superavitario de la cuenta de capital y financiera en 2010 por USD11.879 m fue el resultado de entradas de capital foráneo por USD19.786 m y salidas de recursos nacionales por USD7.829 m. Cabe señalar que el monto de estos flujos en los últimos años mostró un crecimiento significativo, especialmente en 2010, cuando su nivel casi que triplicó el promedio del período 2000-2009, siendo más elevado el aumento de las entradas.



Fuente: Banco de la República.

Cuadro R2.1

Colombia: flujos de capital de la balanza de pagos según origen
(flujos netos en millones de dólares)

	(flujos promedio) 2000-2008	2009	2010	Variación anual
1. Cuenta financiera total (2 + 3)	3.737	6.254	11.879	5.624
2. Flujo neto de capital extranjero ^{a/}	6.661	13.860	19.786	5.926
3. Flujo neto de capital colombiano ^{b/}	(2.923)	(7.597)	(7.829)	(232)

a/ Comprende los ingresos netos por concepto de inversiones extranjeras directas y de portafolio en el país, así como los préstamos y otros flujos de capital que los residentes adquieren del exterior.

b/ Comprende las salidas netas por concepto de inversiones extranjeras directas y de portafolio de Colombia en el exterior, así como los préstamos y otros flujos de capital que residentes colombianos otorgan al resto del mundo.

Fuente: Banco de la República.

Lo anterior muestra que la financiación del déficit corriente se basa principalmente en recursos extranjeros (ahorro externo), compensados parcialmente por salidas de capitales colombianos (Cuadro R2.1).

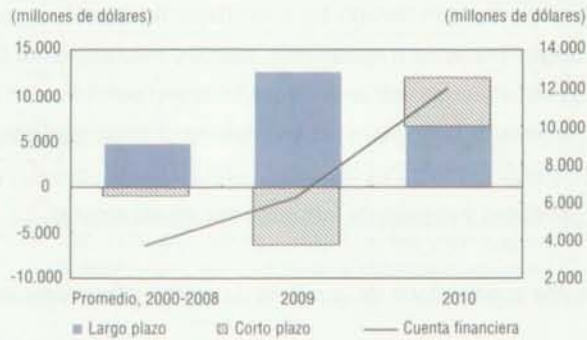
Al analizar los flujos de capitales por plazo, se observa que la financiación de la cuenta co-

rriente se basa principalmente en capitales de largo plazo, aunque en 2010 aumenta la importancia relativa de los flujos de capital de corto plazo asociados con préstamos e inversiones de portafolio. Como se aprecia en el Gráfico R2.10, hasta 2009 los flujos de la cuenta financiera mostraron pagos netos de los pasivos de corto plazo y un aumento del financiamiento de largo plazo. En 2010 el financiamiento se originó en entradas netas tanto de corto como de largo plazos.

La descomposición del financiamiento corriente, de acuerdo con su modalidad, revela que hasta 2009 esta se originó en su mayoría en operaciones de IED y, en menor proporción, en inversiones de títulos de participación de capital y en préstamos y otros créditos externos.

Gráfico R2.10

Cuenta financiera total y por plazos



Fuente: Banco de la República.

Entre 2000 y 2008 la financiación externa del país se realizó principalmente con recursos por IED, que representaron el 81% del monto total de entradas de capital del exterior, porcentaje que se redujo al 51% y 34% en los últimos dos años (Cuadro R2.2). Por actividad económica, el principal receptor de estas inversiones fue el sector minero-energético, con el 50% del total de flujos promedio de IED entre 2000 y 2010; el industrial, con el 20% y el financiero, con el 12%. Cabe señalar que este grupo de empresas se caracterizó por ser las principales fuentes de ingresos por exportaciones y de egresos por renta factorial.

La segunda fuente de financiación fue el desembolso neto de créditos externos. Su importancia relativa aumentó significativamente, sobre todo en los últimos dos años, cuando su participación se ubicó en 15% en 2009 y 50% en 2010 (Cuadro R2.2). Cabe mencionar que el crecimiento de los ingresos por préstamos y otros créditos externos en 2009 correspondió a los contratados por entidades del sector público, y en 2010 a la nueva deuda adquirida por el sector privado, la cual se utilizó para financiar principalmente inversiones colombianas en el exterior y operaciones corrientes de comercio exterior. En términos de plazos, esta financiación se efectuó con capitales de largo plazo; sin embargo, en el último año la nueva deuda fue contratada a menos de un año para financiar principalmente el crecimiento importador del país.

Los recursos obtenidos por inversión extranjera de portafolio son la tercera fuente de financiación externa de la economía colombiana, especialmente por concepto de la colocación en el exterior de títulos de deuda de largo plazo. En el caso de las inversiones de portafolio de corto plazo que se transan en el mercado local, que tradicionalmente no han sido una fuente importante de financiación externa, en el último año han aumentado de manera significativa, en especial en acciones y títulos de renta fija.

Cuadro R2.2
**Colombia: estructura de los flujos
 de capital colombiano por componentes**
 (flujos netos en millones de dólares)

	(flujos promedio) 2000-2008	2009	2010
I. Flujos de capital extranjero	6.661	13.860	19.786
		(distribución porcentual)	
Inversión extranjera directa	80,7	51,5	34,0
Inversión extranjera de portafolio	10,3	33,7	16,4
Créditos otorgados por no residentes	8,9	14,8	49,5

Fuente: Banco de la República.

En general, la información de la cuenta financiera de la balanza de pagos indica que en la década pasada la financiación del déficit corriente se originó, en su orden, en flujos de IED, préstamos y otros créditos externos e inversiones de portafolio de largo plazo (títulos de deuda externa) en los mercados internacionales y de corto plazo en el mercado local (TES y títulos de participación de capital). Aunque las entradas de IED siguen siendo el componente principal con el cual se está compensando el déficit de la cuenta corriente de la economía colombiana, en los dos últimos años ha aumentado la importancia relativa del endeudamiento externo y de las inversiones extranjeras de portafolio, ya que los diferenciales de rentabilidad incentivan la inversión de portafolio en Colombia y desestiman el endeudamiento interno en favor del externo.

RECUADRO 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR MINERO-ENERGÉTICO COLOMBIANO Y SU PERSPECTIVA EN EL MEDIANO PLAZO

Durante la última década en América Latina el sector minero ha cobrado importancia como fuente de crecimiento económico y de ingresos corrientes e inversiones directas de la balanza de pagos. En el año 2010 la actividad minera contribuyó al buen desempeño económico observado en la región; en particular, se destacan los casos de Brasil y Colombia, donde alcanzó aumentos de 13,2% y 11%, respectivamente (Cuadro R.3.1).

En el caso colombiano la dinámica del sector petrolero y del carbón ha permitido que la minería alcance una participación en el PIB y en las exportaciones similar a la de países tradicionalmente mineros como Chile y Perú. Desde finales de la década anterior se han observado aumentos importantes en la producción de bienes de origen minero, junto con mejores cotizaciones en los mercados externos, lo cual condujo a que el sector registrara incrementos superiores a los del resto de la economía colombiana (Gráfico R3.1, paneles A y B).

Cuadro R3.1

	PIB del sector de minas y canteras (participación y crecimiento)			
	Promedio entre 2001 y 2009		2010	
	Participación	Variación anual (porcentaje)	Participación	Variación anual
Chile ^{a)}	7,5	(0,1)	6,4	1,3
Colombia	6,4	2,2	7,1	11,0
Perú	6,2	6,1	5,3	0,0
México	5,5	0,4	5,0	2,2
Brasil	1,6	4,7	1,7	13,2

Cuadro R3.1 (continuación)

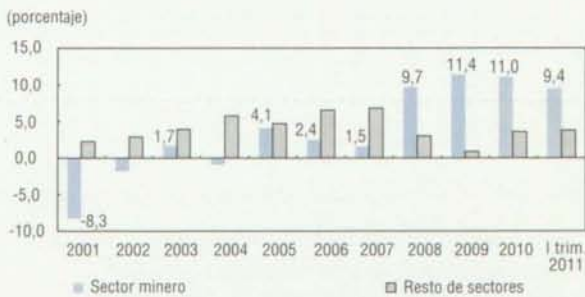
	Exportaciones de origen minero (participación porcentual)		
	2007-2008	2009	2010
	(porcentaje)		
Chile	67,7	60,7	67,7
Colombia	49,7	56,5	65,5
Perú	69,0	68,9	71,2
México	21,1	18,2	19,3
Brasil	26,2	25,3	31,8

a/ Datos desde 2003

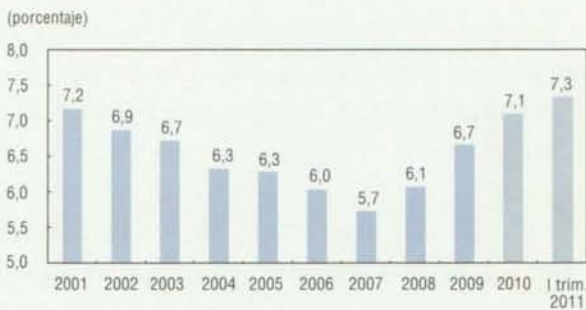
Fuentes: bancos centrales de los países, Cepal y Aladi.

Gráfico R.3.1

A. Crecimiento del sector minero y resto de sectores



B. Participación del PIB minero dentro del PIB real total



Fuentes: DANE.

Las actividades de petróleo y carbón generaron cerca del 90% del PIB minero durante 2010 y el primer trimestre de este año. Entre enero y marzo de 2011 la extracción de petróleo en promedio creció 14% (106 miles de barriles diarios [mbd]) con respecto al mismo período del año anterior, alcanzando un nivel de 884 mbd en marzo. En el caso del carbón, el volumen de producción aumentó 6% en relación con el primer trimestre de 2010 (Gráfico R3.2, paneles A y B). El desempeño favorable de la producción minera ha sido estimulado por el comportamiento de los

precios internacionales, que desde mediados del decenio pasado han registrado un incremento significativo. Durante el primer trimestre de este año los precios del carbón, el petróleo y el oro mostraron crecimientos de 36%, 29% y 25%, en su orden.

Además del comportamiento de los precios, la creciente producción de recursos naturales ha sido impulsada por factores institucionales y legales que han aumentado la rentabilidad de las empresas mineras y han generado un estímulo para la inversión en el

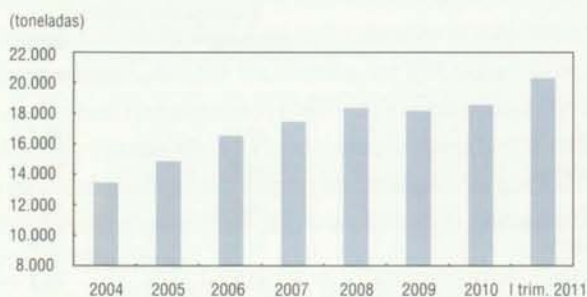
sector. Dentro de estos factores se pueden destacar los cambios regulatorios que flexibilizaron el régimen tributario y contractual, el desarrollo de infraestructura de transporte hacia puertos y refinerías, y las mejores condiciones de seguridad.

Los mayores niveles de producción minera han tenido un impacto en la economía nacional por medio de diferentes canales como las exportaciones e importaciones, la inversión extranjera, los ingresos fiscales, la remisión de utilidades al exterior y los términos de intercambio. Las ventas externas de origen minero han aumentado su participación en las exportaciones totales del país, ascendiendo del 40% en 2001 a 69% al final del primer trimestre de 2011 (Gráfico R3.3, panel A).

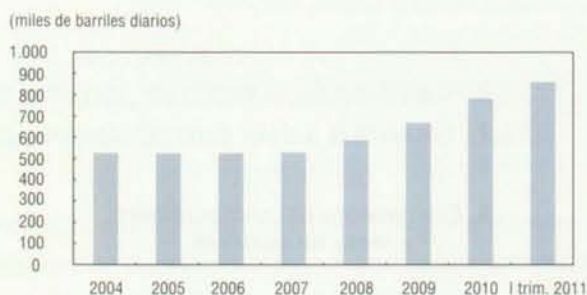
Desde el punto de vista de la inversión extranjera directa (IED), se han observado crecientes flujos para financiar la formación bruta de capital en el sector, con lo cual las actividades minero-energéticas se han consolidado como las principales receptoras de capitales foráneos. Así, del flujo total de IED registrado en 2010, el 73% se dirigió a este sector (Gráfico R3.3, panel B).

Gráfico R.3.2

A. Producción de carbón



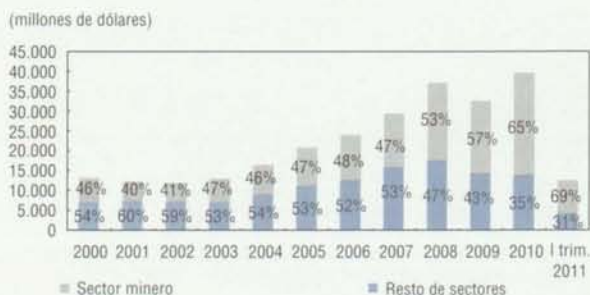
B. Producción de petróleo



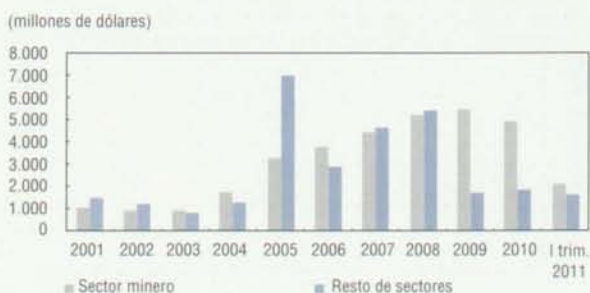
Fuentes: ANH e Ingeominas

Gráfico R.3.3

A. Composición de las exportaciones colombianas



B. Inversión extranjera directa en Colombia



Fuente: Banco de la República.

Por otro lado, el sector minero-energético genera importantes recursos para el Estado. Entre 2007 y 2010 el Gobierno nacional central (GNC) obtuvo rentas de origen minero equivalentes al 1,4% del PIB en promedio, de las cuales aproximadamente 0,6% del PIB corresponden a dividendos transferidos a la Nación por Ecopetrol y 0,8% del PIB al pago del impuesto de renta por parte de las empresas del sector. Adicionalmente, en el mismo período las regiones obtuvieron recursos por concepto de regalías cercanos a 1,2% del PIB.

En cuanto a las perspectivas del sector minero-energético, se prevé una expansión importante de la producción y de las exportaciones durante los próximos años, teniendo en cuenta el aumento de la demanda mundial, los precios internacionales, la prospectiva geológica, el marco regulatorio y la creciente participación de la inversión extranjera en el sector.

Según cifras oficiales presentadas en el proyecto de regla fiscal, se estima que la producción de petróleo podría crecer en promedio anual cerca del 10% entre 2011 y 2015, y en 3% entre 2016 y 2020. Con ello, el volumen producido se podría elevar de 862 mbd registrados durante el primer trimestre de 2011, a un promedio anual de 1.290 mbd entre 2012 y 2020. Las perspectivas para la producción de carbón también son favorables. Para el año 2010 la producción de carbón fue alrededor de 75 millones de toneladas y se espera que supere los 100 millones de toneladas en los próximos diez años (Gráfico R3.4, paneles A y B).

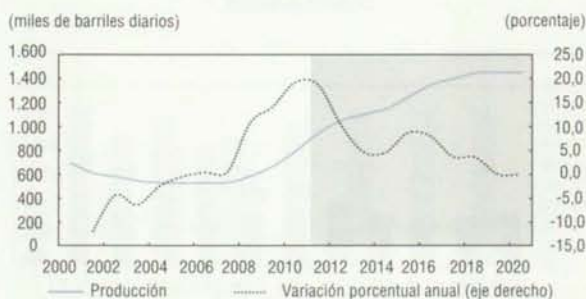
Un probable incremento del volumen de producción de petróleo y carbón, sumado a buenas condiciones en los precios internacionales, favorecería los ingresos corrientes del país por concepto de exportaciones (Gráfico R.3.5, paneles A y B). Dado este panorama, se estima que entre 2011 y 2015 el crecimiento en dólares de los despachos al exterior aumente en promedio anual 16,0% en el caso del petróleo y 9,2% en el caso del carbón.

Adicionalmente, las expectativas de aumento de las exportaciones de estos productos incentivarán una mayor entrada de capitales al país por concepto de IED. En el caso del petróleo, además de la financiación de la producción corriente, se requiere la inyección de recursos para las actividades de exploración en nuevas zonas del país (sísmica y perforación exploratoria) que aumenten la probabilidad de grandes hallazgos. En cuanto al carbón, también se precisan inversiones que permitan explotar a mayor escala las reservas existentes de este mineral.

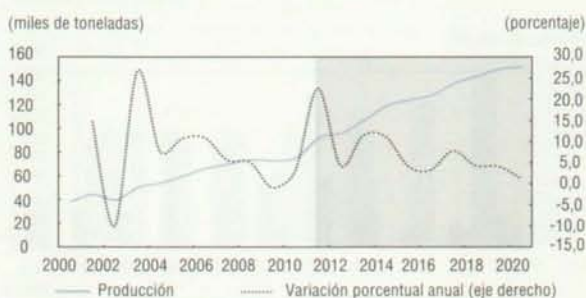
Las perspectivas de aumento en la producción y exportaciones de petróleo, carbón y otros minerales generará un importante incremento en el ingreso disponible del sector privado, al igual que un flujo significativo de recursos fiscales tanto al Gobierno nacional, a través del pago de impuestos y el traslado de dividendos de Ecopetrol, como a los departamentos y municipios receptores de regalías. Esta situación plantea un reto a las autoridades económicas para evitar un crecimiento excesivo del gasto y presiones cambiarias que afecten la estabilidad macroeconómica y generen síntomas de la denominada "enfermedad holandesa".

Gráfico R.3.4

A. Producción de petróleo



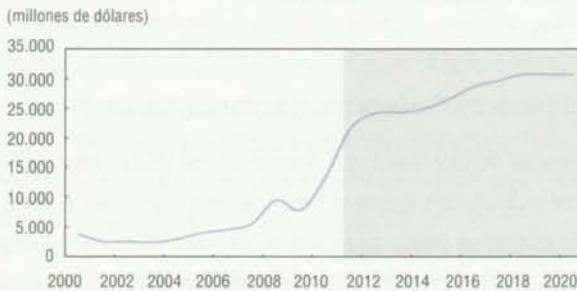
B. Producción de carbón



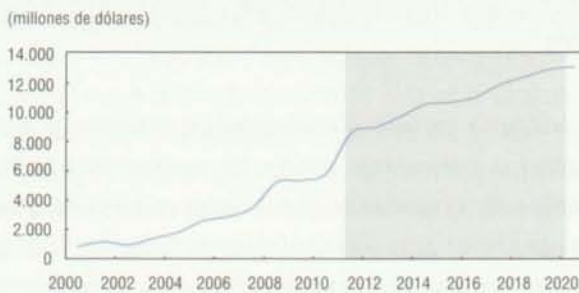
Fuente: con base en la regla fiscal para Colombia.

Gráfico R.3.5

A. Valor exportado de petróleo



B. Valor exportado de carbón



Fuente: con base en la regla fiscal para Colombia.

Una estrategia utilizada para mitigar estos riesgos es la generación de ahorros fiscales provenientes de las rentas extraordinarias generadas por la bonanza, que podrían ser acumulados en un fondo de estabilización. Esto contribuiría a moderar la apreciación que en estos períodos experimenta el tipo de cambio real, y permitiría disponer de recursos que pueden ser utilizados cuando el auge minero desaparezca. Desde el punto de vista fiscal, esta estrategia evita una política de gasto basada en rentas transitorias que, una vez desapare-

cen, pueden comprometer la sostenibilidad fiscal del país.

Para enfrentar dichos riesgos, el Gobierno nacional obtuvo la aprobación de un proyecto de acto legislativo sobre el régimen de regalías, que fomenta el ahorro público por medio de la constitución de un fondo de estabilización. De acuerdo con la reforma, este fondo recibirá hasta un 30% de los ingresos del sistema general de regalías (SGR). Los criterios para utilizar y distribuir estos recursos entre los diferentes componentes del SGR serán definidos por la ley. Asimismo, el Gobierno tramitó un proyecto de ley para establecer una regla de carácter fiscal sobre las operaciones del GNC, en la cual se considera la creación de un fondo de ahorro y estabilización fiscal y macroeconómica, cuya operación se describe en el Recuadro 4.

RECUADRO 4

PRINCIPALES REFORMAS FISCALES APROBADAS DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2011

1. Ley sobre regla fiscal para el Gobierno nacional central

El Congreso de la República expidió la Ley 1473 del 5 de julio de 2011, mediante la cual se establece una regla fiscal cuantitativa sobre el balance estructural del Gobierno nacional central (GNC). Con esta norma se busca asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y permitir el desarrollo de una política fiscal contracíclica que facilite el proceso de estabilización macroeconómica de la economía colombiana. Así mismo, este instrumento promueve la disciplina fiscal en el manejo de las finanzas públicas y fortalece el marco institucional sobre transparencia y responsabilidad fiscal que estableció la Ley 819 de 2003.

De acuerdo con la Ley 1473, el balance estructural corresponde a la diferencia entre los ingresos y los gastos del Gobierno, una vez descontados los componentes cíclicos atribuibles a la actividad económica, al comportamiento del sector minero-energético y a otros fenómenos de naturaleza similar. Esto permite valorar la situación fiscal del gobierno considerando únicamente los componentes permanentes de los ingresos y de los gastos. La regla fiscal debe estar contenida en el Marco fiscal de mediano plazo y tanto el Plan nacional de desarrollo como el Marco de gasto de mediano plazo, el Plan operativo anual de inversiones y el Presupuesto general de la nación deben guardar coherencia con ella.

La ley prevé la ejecución de una política de gasto contracíclica cuando el crecimiento esperado de la economía sea inferior en dos o más puntos porcentuales con respecto a la tasa de largo plazo y se observe una brecha del producto negativa. En este caso, el Gobierno podrá aumentar transitoriamente el gasto hasta por un 20% de la brecha del producto proyectada, con el fin de ofrecer un estímulo de demanda que ayude a que la economía retorne a su senda de largo plazo. Dicha ley también permite la suspensión temporal de la regla ante el surgimiento de eventos extraordinarios que comprometan la estabilidad macroeconómica del país.

El cumplimiento de la regla se evaluará con el informe que el Gobierno nacional deberá presentar con los resultados del año inmediatamente anterior en el mes de junio de cada año, ante las comisiones económicas del Congreso. En caso de incumplimiento, el Gobierno debe explicar detalladamente las razones que impidieron el logro de la meta y, al tiempo, deberá señalar los ajustes necesarios para asegurar la aplicación efectiva de la regla.

La operación de la regla fiscal contará con el apoyo de un comité consultivo conformado por representantes de los decanos de las facultades de economía, por miembros de centros de investigación, por expertos de reconocida trayectoria y por los presidentes de las comisiones de asuntos económicos del Congreso de la República. El Gobierno nacional consultará a dicho comité sobre temas relativos a la metodología utilizada para la definición de la regla fiscal y sus posteriores ajustes, sobre el informe de cumplimiento presentado ante las comisiones económicas del Congreso y sobre la suspensión transitoria de la regla. Las sugerencias del comité consultivo pueden ser acogidas por el Gobierno, pero no tienen un carácter vinculante.

Para poner en funcionamiento la regla fiscal, es necesario que el Gobierno reglamente varios aspectos de la ley. Inicialmente, el Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) debe definir las metodologías para: i) señalar las cuentas y entidades que pertenecen al GNC, y ii) efectuar la medición del balance fiscal. Posteriormente, el Confis debe desarrollar y publicar la metodología para calcular el balance estructural del GNC, incluyendo las variables y los parámetros necesarios para este propósito. En particular, se debe precisar la forma como se calculará el componente cíclico asociado con la actividad económica y los criterios para identificar la proporción de las rentas minero-energéticas que obedecen al comportamiento cíclico de algunas variables, tales como precios y cantidades producidas. Así mismo, el Gobierno debe reglamentar el Marco de gasto de mediano plazo para asegurar su consistencia con la regla fiscal y debe establecer el número de miembros del comité consultivo y su forma de selección.

La ley también crea el Fondo de Ahorro y Estabilización Fiscal y Macroeconómica como una cuenta sin personería jurídica, cuya administración se delega al Banco de la República, y que tiene como objeto la estabilidad macroeconómica y fiscal del país. Este fondo se alimentará con los superávits totales del GNC, los rendimientos que obtenga y los aportes extraordinarios que determine el Gobierno nacional. Los recursos del fondo se invertirán en el exterior y solo se pueden destinar a la amortización de la deuda pública, a la atención de eventos extraordinarios relacionados con la estabilidad macroeconómica del país y a la financiación de una política de gasto contracíclica. Considerando las metas cuantitativas de déficit estructural establecidas en esta ley, es poco probable que en los próximos años el fondo derive recursos del superávit fiscal del Gobierno, por lo que solo mediante aportes extraordinarios se podrá garantizar su funcionamiento. En todo caso, es importante anotar que los recursos extraordinarios generados por el ciclo económico y por la actividad minero-energética serán destinados a la reducción del endeudamiento público gracias a la aplicación de la regla fiscal.

Finalmente, la reglamentación de los aspectos metodológicos y operativos mencionados otorgarán mayores elementos de juicio a los agentes del mercado y al público en general

sobre el alcance y efectividad de la ley en el mediano y largo plazos. La definición precisa de la forma de cálculo del balance estructural del GNC es fundamental para poder evaluar el cumplimiento de las metas cuantitativas establecidas en la ley, las cuales se fijaron con el objeto de garantizar la sostenibilidad fiscal del país.

2. Reforma al régimen de regalías

El Congreso aprobó el Acto Legislativo 05 de 2011, mediante el cual se modifica el régimen de regalías por la explotación de los recursos naturales no renovables. Esta reforma tiene como propósito mejorar la distribución territorial de los recursos provenientes de las regalías, estimular el ahorro e incorporar criterios de asignación basados en indicadores de población, pobreza y desempleo. Con ello se asegura que los recursos públicos promuevan el desarrollo territorial y permitan reducir las brechas existentes entre las diferentes regiones del país, especialmente en un período en el cual se espera un incremento significativo de la actividad minero-energética.

De acuerdo con la reforma, los ingresos provenientes de la explotación de recursos naturales no renovables, su distribución y los procedimientos y regulaciones que se expidan, conforman el sistema general de regalías (SGR). De los recursos del SGR el 2% se destinará a la "fiscalización de la exploración y explotación de los yacimientos y conocimiento y cartografía geológica del subsuelo" (Acto Legislativo 05 de 2011). Los recursos restantes se distribuirán entre cuatro nuevos fondos, los departamentos y municipios donde se adelanta la explotación minera y el ahorro pensional territorial, de la siguiente forma: el 10% al Fondo de Ciencia, Tecnología e Innovación; el 10% al ahorro pensional territorial y hasta el 30% al Fondo de Ahorro y Estabilización. Del remanente de los ingresos del SGR, el 20% se asigna a las entidades territoriales donde se adelanta directamente la explotación de los recursos, y el 80% a los fondos de Desarrollo Regional y de Compensación Regional¹.

El uso de los recursos transferidos a los fondos de Ciencia y Tecnología, Desarrollo Territorial y Compensación Regional, al igual que las asignaciones directas, se definirá en los órganos colegiados de administración y decisión conformados por representantes del Gobierno nacional y de los gobernadores y alcaldes. En el caso del Fondo de Ciencia, Tecnología e Innovación, para el uso de los recursos también tendrán representación las universidades públicas y privadas. Con este esquema de discusión y selección de programas y proyectos se pretende garantizar la transparencia y eficiencia en el uso de los recursos.

En los próximos meses el Gobierno debe presentar un proyecto de ley para reglamentar el funcionamiento del nuevo sistema, el cual debe delimitar de manera precisa los objetivos

¹ Del 80% de estas asignaciones, el 60% corresponde al Fondo de Compensación y el 40% al Fondo de Desarrollo Regional.

del SGR, al igual que la distribución, administración y control de los recursos. Así mismo, es necesario que se establezcan los criterios de reparto de los recursos asignados a los fondos de desarrollo y compensación regional, los cuales deben financiar proyectos de impacto territorial en todo el país, priorizando las zonas más pobres y más pobladas. El proyecto también debe precisar los mecanismos de selección de los representantes de los órganos colegiados de administración y decisión.

3. Acto legislativo de sostenibilidad fiscal

El Congreso aprobó el Acto Legislativo 03 de 2011, mediante el cual se incorpora en la Constitución Política el criterio de sostenibilidad fiscal. Esta reforma tiene como objetivo garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, de tal manera que los gastos planeados u ordenados no pongan en riesgo la financiación de programas y de obligaciones del sector público en el mediano plazo.

La sostenibilidad fiscal, criterio que debe ser tenido en cuenta por todas las ramas del poder público, es importante para el progreso económico y social de un país, pues garantiza que en todo momento el Estado pueda cumplir con su deber constitucional de proveer todos los bienes y servicios públicos a que la sociedad tiene derecho, de manera que en el mediano y en el largo plazos se logren importantes objetivos públicos, como la reducción de la pobreza y la desigualdad, la equidad intergeneracional y un crecimiento económico estable. En otras palabras, la sostenibilidad fiscal garantiza el Estado social de derecho. La aprobación de este acto legislativo reconoce las limitaciones presupuestales que enfrenta el Estado y busca armonizar su capacidad de gasto con dichas restricciones, sean estructurales o se encuentren relacionadas con el ciclo económico.

La sostenibilidad fiscal promueve la estabilidad del entorno macroeconómico, que es necesario reforzar debido a lo aprendido en ciclos económicos anteriores tanto en Colombia como en el mundo. De esta manera, el acto legislativo aprobado brinda las herramientas para un diseño de política que proteja el ingreso y el empleo, en particular de los más pobres, que son los más vulnerables ante las fluctuaciones de la actividad económica.

Adicionalmente, dicho acto legislativo establece dos aspectos importantes: i) el Procurador General de la Nación o uno de los ministros del Gobierno, una vez proferida una sentencia por cualquiera de las máximas corporaciones judiciales, podrán solicitar la apertura de un incidente de impacto fiscal, en el cual se establece la estrategia para su cumplimiento, consistente con la sostenibilidad fiscal, sin que afecte el núcleo esencial de los derechos fundamentales, y ii) se establece que ninguna autoridad administrativa podrá invocar la sostenibilidad fiscal para menoscabar los derechos fundamentales.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

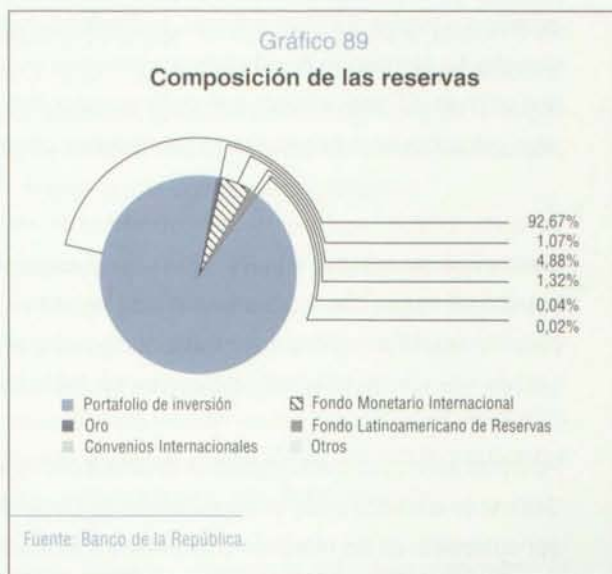
El 30 de junio de 2011 las reservas internacionales netas totalizaron USD31.197,83 m, cuantía superior en USD4.795,60 m al saldo registrado en junio de 2010. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD31.204,00 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD6,17 m⁶⁵. El principal componente 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 92,67% del total (USD28.915,72 m). El saldo restante está distribuido en: i) la posición en el FMI y derechos especiales de giro (DEG) (USD1.523,55 m); ii) aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) (USD411,33 m); iii) las inversiones en oro (USD332,52 m); iv) los aportes al convenio internacional con la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) (USD13,16 m), y v) otros (USD7,73 m)⁶⁶. En el Gráfico 89 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 (92,67% 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 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



⁶⁵ 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.

⁶⁶ El rubro *otros* incluye efectivo en caja y depósitos a la orden.

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 USD390 m y USD2.000 m, por disposición del Comité de Reservas Internacionales⁶⁷. A 30 de junio de 2011 el valor del capital de trabajo era USD593,3 m.

- El tramo de inversión se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, primando siempre la liquidez. Dicho tramo se invierte en un mayor número de instrumentos con vencimientos superiores a aquellos que se encuentran en el capital de trabajo. A 30 de junio de 2011 el valor del tramo de inversión ascendía a USD28.322,3 m.

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 reservas⁶⁸. Dicho índice es el portafolio que procura replicar la composición cambiaria de los egresos de la balanza de pagos⁶⁹ y cumple con los estrictos criterios de riesgo definidos por el Banco. Además, sirve como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. En el Cuadro 29 se presenta su composición actual.

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 principalmente en títulos emitidos por los

⁶⁷ Este 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).

⁶⁸ En los mercados de capitales un índice de referencia se refiere a 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 son el índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos.

⁶⁹ La composición cambiaria de las reservas internacionales está representada en monedas de países desarrollados que se transan ampliamente en el mercado internacional.

Cuadro 29

Composición del índice de referencia del tramo de inversión

Moneda	Clase de activo	Índice asociado	Peso (porcentaje)
Dólares estadounidenses	Inversiones de corto plazo en títulos del gobierno	Merrill Lynch T-Bill	81,3
	Inversiones en bonos del gobierno de los Estados Unidos	Merrill Lynch 0 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 de corto plazo en títulos 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	
Yenes	Inversiones de corto plazo en títulos 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.

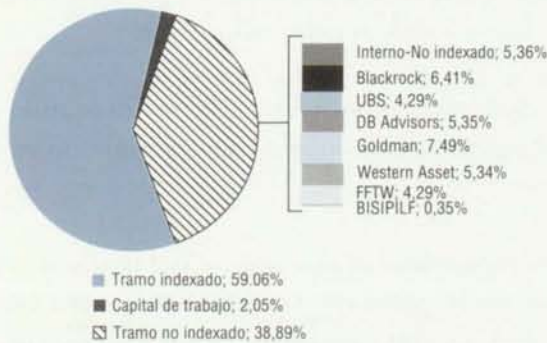
gobiernos de los Estados Unidos, Alemania y Japón. Además es el portafolio más líquido después del capital de trabajo, y uno de sus propósitos es atender necesidades altas de liquidez. La administración del tramo indexado se hace con estrictos lineamientos que buscan que su composición sea muy similar al del índice de referencia, tanto en la participación de los activos como en la composición cambiaria. Al 30 de junio de 2011 el valor de este tramo ascendía a USD17.076 m (59,06% 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 activos⁷⁰. Al 30 de junio de 2011 el tramo no indexado tenía un valor de USD11.246 m (38,89% del portafolio de inversión).

⁷⁰ En el tramo no indexado se permiten inversiones en entidades con bajo riesgo crediticio, tales como gobiernos, cuasi-gobiernos, hipotecas de agencias y bonos corporativos.

Gráfico 90

Composición del portafolio de inversión



Fuente: Banco de la República.

En el Gráfico 90 se presenta la composición del portafolio de inversión. 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 asciende a USD19.197 m (66,39% 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 Internacionales⁷¹ (BIS Investment Pool Series ILF1 [BISIPILF]), las cuales ascienden a USD100,4 m. Para

la administración de los demás recursos en 1994 el Comité de Reservas adoptó el programa de administración externa, el cual se explica a continuación.

2. Programa de administración externa

Algunos 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 estrictos límites que establece el Comité de Reservas.

La contratación 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 para las reservas internacionales. 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.

⁷¹ 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 Estados Unidos 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.

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 el 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 Internacionales.
- Dicho departamento 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 mediante estrategias de tasa de interés, de tasa de cambio e invirtiendo en deuda emitida por entidades con bajo riesgo crediticio, tales como gobiernos, cuasi-gobiernos⁷², títulos respaldados por hipotecas garantizados por agencias y bonos corporativos. El Banco realiza un seguimiento diario de los portafolios para garantizar que las entidades cumplen con los límites establecidos.

En la actualidad las firmas que participan en el programa de administración externa son Blackrock Institutional Trust, DB Advisors (parte de Deutsche Bank), Fisher Francis Trees & Watts (parte de BNP Paribas), Goldman Sachs Asset Management, UBS Global Asset Management y Western Asset Management (Cuadro 30).

El Banco define parámetros para la evaluación de la gestión de las firmas administradoras, los cuales son revisados periódicamente⁷³ y, dependiendo del éxito de la gestión, se pueden tomar decisiones tales como modificar el monto administrado o cancelar el contrato.

⁷² Estos títulos 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.

⁷³ Mensualmente se presentan informes al Comité de Reservas con datos sobre el desempeño de los portafolios; asimismo, se revisa anualmente toda la gestión de forma consolidada.

Cuadro 30
Administradores externos de las reservas

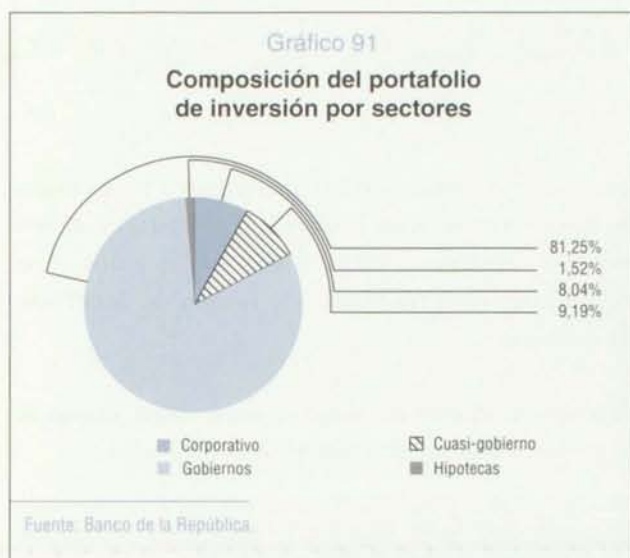
Firma	Monto administrado (millones de dólares)
BlackRock Institutional Trust	1.854
DB Advisors	1.547
Fisher Francis Trees & Watts	1.242
Goldman Sachs Asset Management	2.167
UBS Global Asset Management	1.241
Western Asset Management	1.544
Total	9.595

Fuente: Banco de la República

B. Composición del portafolio de inversión

Cerca del 90% de dicho portafolio está 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 representan actualmente 8,04% y todos cuentan con calificaciones crediticias iguales o mayores a A (Gráfico 91).

El Gráfico 92 permite observar la calidad crediticia del portafolio de inversión. Se observa que la mayoría de las inversiones están calificadas como AAA, el nivel más alto. Tan sólo 2,4% del portafolio se encuentra calificado como A. Las inversiones que no tienen calificación crediticia (1%) corresponden al Banco de Pagos Internacionales (BIS) y la Reserva Federal de Nueva York, las cuales se encuentran entre las alternativas de inversión más seguras para las reservas. Estas cifras evidencian la alta calidad de los activos que tiene el portafolio de inversión.



Finalmente, el Gráfico 93 muestra la composición cambiaria del portafolio de inversión. El Banco establece la composición cambiaria del tramo de inversión como una réplica de los egresos de la balanza de pagos del país. Como se mencionaba, la composición cambiaria objetivo es 85% dólares de los Estados Unidos, 12% euros y 3% yenes. La composición cambiaria actual del portafolio difiere levemente de la objetivo, ya que

se incluye el capital de trabajo, el cual únicamente invierte en dólares estadounidenses. Adicionalmente se permite, dentro de límites estrictos, que los portafolios registren ligeras desviaciones y que se realicen inversiones en otras monedas de países desarrollados como la libra esterlina, el franco suizo o el dólar canadiense.

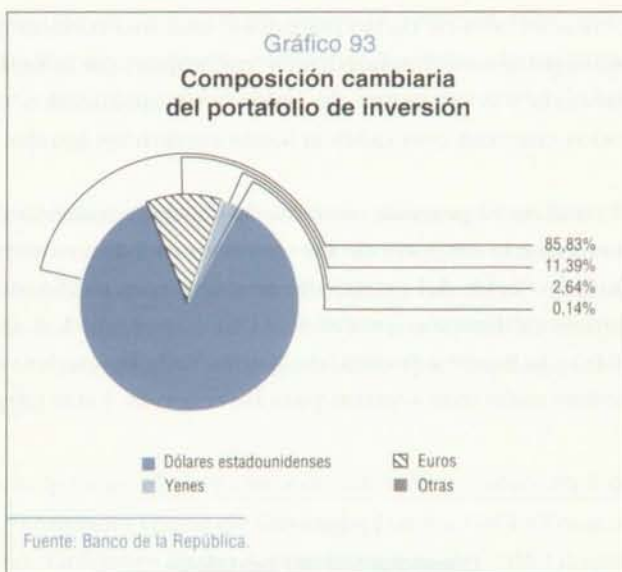
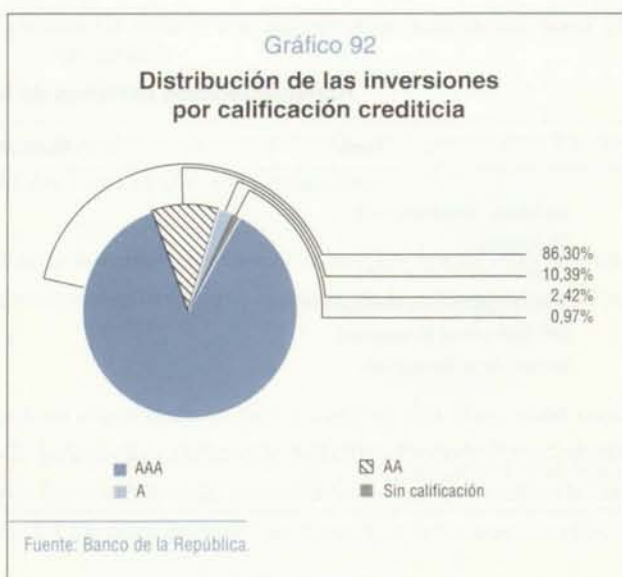
Como medida preventiva frente a un eventual aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas, actualmente la duración modificada⁷⁴ del tramo de inversión es baja (0,59).

C. Desempeño de las inversiones

En 2011 el rendimiento neto de las reservas internacionales ha sido de USD346,4 m. Se han registrado ganancias por valorización de inversiones y causación de intereses por USD87,9 m y por diferencial cambiario (valorización de otras monedas frente al dólar) de USD258,5 m. La baja rentabilidad de las reservas obedece a dos factores:

- Las tasas de interés se mantuvieron muy bajas en las principales economías desarrolladas. En el Gráfico 94 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. Puede apreciarse 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 91 y 92, implica recibir una rentabilidad inferior.

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.



o defensas de BNYM, y determinó las pretensiones y excepciones que deberán ser aprobadas durante el juicio. En particular, el juez 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 las cosas relevantes que se determinaron se acordó que el proceso 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*, durante el transcurso de este año, consistente en que cada una de las partes obtiene información relevante sobre el caso solicitándole a la otra lo que podría considerarse como prueba en el juicio. Igualmente, se acordó una audiencia para el 13 de enero de 2012 para discutir los asuntos preliminares al juicio, una vez finalice la etapa de *Discovery*.

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 en Londres, y el 17 de noviembre de 2010 el Banco de la República recibió por su acreencia un valor de USD1 m, aproximadamente 5 centavos por dólar, según los activos disponibles y la metodología de calificación y distribución de acreencias propuesta por el liquidador y aprobada por la Alta Corte o Tribunal Supremo de Inglaterra. Cualquier recuperación adicional depende del resultado de la demanda.

2. Proceso de reestructuración de Lehman Brothers Holdings Inc.

Como se ha informado en los pasados *Informes al Congreso*, el Banco de la República, representado por la firma de abogados Morrison & Foerster LLP, presentó una reclamación formal 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 II del Código de Quiebras de los Estados Unidos; sin embargo, el Tribunal de Quiebras encontró que la reclamación del Banco de la República estaba duplicada con la reclamación presentada por el custodio o fideicomisario de la emisión de los títulos de Lehman, actuando a nombre propio y en nombre y representación de los tenedores de dichos títulos. Al respecto, el Tribunal decidió que en el proceso se mantendría vigente la reclamación global presentada por el custodio.

Dentro del trámite del proceso, Lehman debe presentar un Plan de Reestructuración que contenga una propuesta de pago a los acreedores reconocidos, teniendo en cuenta sus activos y la determinación de prelación de créditos. Lehman solicitó al Tribunal de Quiebras múltiples prórrogas y finalmente presentó una versión del Plan de Reestructuración, el 25 de enero de 2011, la cual aún no ha sido aprobada, y puede ser objeto de modificaciones. Los deudores consideraban que el Plan podría estar aprobado para el 30 de abril de 2011, sin embargo tal fecha fue postergada.

Adicionalmente, se estableció que el 14 de octubre de 2011 los acreedores deberán votar si aceptan o no el Plan de Reestructuración y que la Audiencia de confirmación del mismo por parte del Juez se llevará a cabo el 17 de noviembre de 2011.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. Estado de resultados a junio de 2011

En el primer semestre de 2011 el Banco de la República presentó un resultado operacional de COP338,7 mm, producto de ingresos por COP919,6 mm y egresos por COP580,9 mm (Cuadro 31).

Los ingresos operacionales registrados en el período analizado corresponden principalmente a los rendimientos de las reservas internacionales, que ascendieron a COP642,8 mm y participaron con el 69,9% del total de ingresos. Otros ingresos se originaron en: i) los intereses recibidos por las operaciones de liquidez transitoria mediante repos (COP87,8 mm); ii) la valoración de los TES en poder del Banco (COP38,3 mm); iii) las diferencias en cambio (COP29,9 mm), y iv) las comisiones por la prestación de servicios bancarios y negocios fiduciarios (COP49,7 mm).

Las reservas internacionales presentaron ingresos por rendimientos (COP642,8 mm), determinados fundamentalmente por el resultado del diferencial cambiario⁷⁵ (COP482,1 mm), en particular por el fortalecimiento del euro frente al dólar (8,7%), y en menor proporción, por la causación de intereses (COP162,8 mm), la desvalorización del portafolio (COP42,2 mm), y la valorización del oro monetario (COP40,1 mm).

En cuanto a los rendimientos recibidos por las operaciones de liquidez mediante repos, se generaron ingresos por COP87,8 mm, resultado de la mayor demanda de liquidez del sistema financiero y del aumento de la tasa de interés de intervención⁷⁶. Los ingresos recibidos por la valoración de TES en poder del Banco (COP38,3 mm), están relacionados con el descenso de las tasas de negociación del mercado. Por su parte, el resultado de las diferencias en cambio obedeció a la apreciación del peso frente al dólar (7,4%), la cual generó un ajuste de cambio sobre las obligaciones con organismos internacionales, y sobre otros activos y pasivos en moneda extranjera. Por último, las comisiones recibidas por el Banco ascendieron a COP49,7 mm, en particular las relacionadas con la administración de los mayores saldos de TES y con las operaciones en el Depósito Central de Valores (DCV).

⁷⁵ En este rubro se registran las diferencias en cambio del dólar frente al euro, el yen y los DEG. Cabe mencionar que entre diciembre de 2010 y junio de 2011 la tasa de cambio dólar/euro pasó de 1,3415 a 1,4499 dólares por euro; el yen de 81,1050 a 80,7600 yenes por dólar y los DEG de 1,5400 a 1,6005 dólares por DEG.

⁷⁶ La tasa de interés de intervención pasó de 3,0% en diciembre de 2010 a 4,25% en junio de 2011.

Cuadro 31
Pérdidas y ganancias del Banco de la República
(enero-junio de 2011)
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		
	2010	I semestre de 2010	I semestre de 2011
1. Ingresos del P y G	761,1	(291,3)	919,6
A. Ingresos monetarios	636,0	(347,9)	861,9
1. Intereses y rendimientos	530,5	(421,7)	790,2
Reservas internacionales	271,8	(535,9)	642,8
Otros intereses - oro no monetario	77,3	48,3	21,3
Operaciones de liquidez	106,0	34,9	87,8
Valoración de TES	75,4	31,0	38,3
2. Diferencias en cambio	5,9	28,7	29,9
3. Moneda metálica	76,3	22,8	16,5
4. Otros	23,3	22,3	25,3
B. Ingresos corporativos	125,0	56,5	57,7
1. Comisiones	106,7	48,7	49,7
Servicios bancarios	55,1	23,7	22,5
Negocios fiduciarios	51,6	25,0	27,2
2. Otros	18,4	7,8	8,0
2. Egresos del P y G	1.032,6	508,0	580,9
A. Egresos monetarios	614,6	316,7	368,1
1. Intereses y rendimientos	349,0	162,1	218,7
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	271,3	104,9	200,0
Comisión de compromiso flexible con el FMI	27,9	21,2	8,7
Gastos en administración de las reservas internacionales	21,6	11,8	5,4
Gastos en operación de contracción monetaria	28,2	24,1	4,7
2. Diferencias en cambio	117,2	104,2	109,6
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	144,3	48,6	38,3
4. Otros	4,1	1,8	1,5
B. Egresos corporativos	331,3	165,3	165,5
1. Gastos de personal	213,6	110,1	109,6
2. Gastos generales	50,5	23,1	22,8
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(4,1)	(1,4)	(0,7)
4. Impuestos	6,9	3,8	3,5
5. Seguros	6,6	3,4	3,0
6. Contribuciones y afiliaciones	3,7	2,1	1,7
7. Gastos culturales	8,9	3,6	3,7
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del <i>software</i>)	45,1	20,6	21,9
C. Gastos de pensionados	86,7	26,0	47,4
3. Resultado operacional (1 - 2)	(271,5)	(799,3)	338,7

Fuente: Banco de la República.

Entre enero y junio de 2011 los egresos estuvieron relacionados con:

- La remuneración a los depósitos del Gobierno nacional que mantiene la Dirección General de Crédito Público y el Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco (COP200,0 mm), resultado del mayor saldo promedio diario de estos depósitos y del incremento de la tasa de interés de intervención⁷⁷.
- El egreso por las diferencias en cambio (COP109,6 mm) reflejó la apreciación del peso frente al dólar, afectando el ajuste en cambio sobre los aportes en organismos internacionales, el oro no monetario y otros activos y pasivos en moneda extranjera.
- Los costos por la emisión y distribución de especies monetarias por COP38,3 mm que se han ejecutado de acuerdo con el programa de emisión de especies monetarias.

Los egresos corporativos ascendieron a COP165,5 mm, de los cuales COP109,6 mm corresponden a gastos de personal, que observaron una reducción anual en términos reales de 3,6% y evidencian una ejecución controlada, relacionada en forma directa con la disminución de la planta de personal y con los menores gastos por concepto de servicio médico, capacitaciones para empleados, bonificaciones y auxilios al personal. Por su parte, los gastos generales totalizaron COP22,8 mm y registraron un decrecimiento anual del 4,5% en términos reales, resultado de los programas de racionalización del gasto, mejor aprovechamiento de los recursos y seguimiento a la ejecución y metas de ahorro ejecutados por el Banco.

Finalmente, el gasto neto de pensionados, que incluye el ingreso generado por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional (COP55,7 mm), los intereses por los préstamos de vivienda (COP4,9 mm), y el gasto por pensionados (COP108,0 mm), registró un aumento frente al primer semestre de 2010 producto de una menor valorización del portafolio y del incremento en el número de pensionados⁷⁸.

B. Estructura financiera 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 30 de junio de 2011, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 32).

⁷⁷ Originados en la disponibilidad de caja del Gobierno en virtud de la dinámica de los recaudos tributarios y el adelanto de las emisiones de TES.

⁷⁸ A junio de 2010 el número de pensionados fue de 4.566 y a junio de 2011 de 4.764.

Cuadro 32

**Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico
(diciembre de 2010 a junio de 2011)**

(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre de 2010		Junio de 2011		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	64.800	100,0	69.493	100,0	4.693	7,2
Reservas internacionales brutas	54.479	84,1	55.303	79,6	825	1,5
Aportes en organismos internacionales	2.798	4,3	2.565	3,7	(233)	(8,3)
Inversiones	1.334	2,1	1.107	1,6	(227)	(17,0)
Sector público: regulación monetaria	1.321	2,0	1.095	1,6	(226)	(17,1)
Bonos: capitalización banca pública y otros	14	0,0	13	0,0	(1)	(9,0)
Cartera de créditos	1	0,0	1	0,0	(0)	(17,1)
Sector público Gobierno nacional	1	0,0	0	0,0	(0)	(20,0)
Bancos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Corporaciones financieras	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Resto del sistema financiero	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros créditos	4	0,0	4	0,0	(0)	(4,4)
Provisión	(3)	(0,0)	(3)	(0,0)	0	(2,7)
Pactos de reventa (apoyos transitorios de liquidez)	2.539	3,9	6.713	9,7	4.174	164,4
Cuentas por cobrar	43	0,1	56	0,1	13	30,3
Otros activos netos	3.605	5,6	3.747	5,4	141	3,9
Pasivo y patrimonio	64.800	100,0	69.493	100,0	4.693	7,2
Pasivo	54.186	83,6	62.586	90,1	8.400	15,5
Pasivos en m/e que afectan las reservas internacionales	22	0,0	11	0,0	(11)	(51,2)
Base monetaria	44.875	69,3	43.060	62,0	(1.815)	(4,0)
Efectivo	29.769	45,9	26.927	38,7	(2.843)	(9,5)
Reserva	15.105	23,3	16.133	23,2	1.027	6,8
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	935	1,4	6	0,0	(929)	(99,4)
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	100	0,1	(1)	(0,7)
Gobierno nacional (DGCPTN) m/n	3.115	4,8	14.670	21,1	11.556	371,0
Gobierno nacional (DGCPTN) m/e	295	0,5	155	0,2	(140)	(47,5)
Obligaciones con organismos internacionales	4.118	6,4	3.850	5,5	(269)	(6,5)
Cuentas por pagar	56	0,1	60	0,1	4	6,8
Otros pasivos	668	1,0	675	1,0	6	1,0
Patrimonio total	10.614	16,4	6.907	9,9	(3.707)	(34,9)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	3.019	4,7	2.746	4,0	(273)	(9,0)
Superávit	7.854	12,1	3.810	5,5	(4.044)	(51,5)
Liquidación cuenta especial de cambio	453	0,7	453	0,7	0	0,0
Ajuste cambiario: 1993 en adelante y superávit	6.085	9,4	2.039	2,9	(4.046)	(66,5)
Otros	136	0,2	137	0,2	2	1,1
Valorizaciones de bienes y donaciones	1.180	1,8	1.180	1,7	0	0,0
Resultados	(272)	(0,4)	339	0,5	610	(224,7)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(272)	(0,4)	339	0,5	610	(224,7)

Fuente: Banco de la República.

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP69.493 mm al cierre de junio de 2011. Esta cifra es superior en COP4.693 mm (7,2%) al saldo observado en diciembre de 2010, cuando los activos ascendieron a COP64.800 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales:* al cierre de junio de 2011 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron COP55.303 mm (USD31.204,0 m), superiores en COP825 mm (1,5%) con respecto 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 COP4.522 mm; ii) el rendimiento por intereses, la valoración a precios de mercado y el diferencial cambiario, que produjeron un aumento de las reservas por COP643 mm; iii) el ajuste de cambio, resultado de la apreciación del peso con respecto al dólar, que disminuyó el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas en COP4.046 mm, y iv) la reducción de los depósitos en moneda extranjera de la DGCPTN en el Banco de la República por COP140 mm.
- *Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado ascendió a COP1.107 mm en junio de 2011, inferior en COP227 mm con respecto al cierre del año anterior. Esta disminución es explicada principalmente por vencimientos de TES por COP264 mm y valoración del portafolio de títulos del Banco de la República por COP38 mm.
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de COP6.713 mm al finalizar junio de 2011, lo que significó un aumento de COP4.174 mm con respecto al cierre de 2010.

2. Pasivo

A 30 de junio de 2011 el saldo de los pasivos fue de COP62.586 mm, superior en COP8.400 mm (15,5%) al registrado al finalizar el año 2010. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Base monetaria:* el 30 de junio de 2011 la base monetaria ascendió a COP43.060 mm, inferior en COP1.815 mm (-4,0%) a lo registrado al cierre de 2010.
- *Los depósitos del Gobierno nacional,* constituidos mediante la DGCPTN en el Banco de la República, que al cierre de junio de 2011 tuvieron un saldo de COP14.670 mm. Este monto es superior en COP11.556 mm (371,0%) al registrado en diciembre de 2010.

- *Obligaciones con organismos internacionales:* el saldo de este rubro fue COP3.850 mm al finalizar junio de 2011. Este monto es inferior en COP269 mm (-6,5%) al registrado el 31 de diciembre de 2010.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a COP6.907 mm en junio de 2011, presentando una disminución de COP3.707 mm (-34,9%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2010. Esta reducción se explica principalmente por: i) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual disminuyó en COP4.046 mm (-66,5%) como resultado de la apreciación del peso frente al dólar, y ii) la variación en el resultado del ejercicio por COP610 mm.

C. Proyección de los ingresos y gastos para el año 2011

Para 2011 se estima un resultado operacional negativo de COP364,0 mm, producto de la proyección de ingresos por COP936,3 mm y de egresos por COP1.300,3 mm (Cuadro 33).

Como se mencionó en el primer apartado de este capítulo, el Banco registró utilidades en el primer semestre del presente año por COP338,7 mm, producto de ingresos por COP919,6 mm y egresos por COP580,9 mm. La proyección para todo el año arroja pérdidas por COP364,0 mm debido a que los egresos estimados (COP1.300,3 mm) superarían a los ingresos totales (COP936,3 mm). Este resultado obedece, principalmente, a la disminución de los rendimientos de las reservas internacionales, los cuales se proyectan en COP440,5 mm para todo el año, frente a COP642,8 mm observados en el primer semestre de 2011. Este menor rendimiento proyectado sería el producto de los menores ingresos por diferencial cambiario, los cuales se estiman con una tasa de cambio dólar/euro de 1,4051 dólares por euro, que corresponde al promedio observado entre el 1 de enero y el 12 de julio de 2011, y es inferior a la tasa registrada el 30 de junio del mismo año⁷⁹. A lo anterior se agrega el crecimiento de los egresos, que sumaron COP580,9 mm entre enero y junio, y se estiman en COP1.300,3 mm para todo el año 2011, en particular por el incremento de los egresos monetarios.

Se estima que la proyección del estado de resultados, frente a lo observado en 2010, registrará un aumento de los ingresos por COP175,2 mm y de los egresos por COP267,7 mm. El incremento de los ingresos totales se explica principalmente por los mayores rendimientos que se prevé recibir por las inversiones de las reservas internacionales (COP168,7 mm).

⁷⁹ En el primer semestre del año el diferencial cambiario reflejó principalmente el fortalecimiento del euro frente al dólar (8,7%), cuando la tasa de cambio dólar/euro al cierre de junio fue de 1,4499 dólares por euro. El 12 de julio de 2011 esta tasa de cambio fue de 1,3985 dólares por euro.

Cuadro 33

Proyección de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2011

(miles de millones de pesos)

	Diciembre 2010	Proyectado 2011	Variaciones anuales	
			Porcentual	Absoluta
1. Ingresos del P y G	761,1	936,3	23,0	175,2
A. Ingresos monetarios	636,0	799,9	25,8	163,9
1. Intereses y rendimientos	530,5	676,7	27,6	146,2
Reservas internacionales	271,8	440,5	62,1	168,7
Otros intereses - oro no monetario	77,3	5,2	(93,3)	(72,1)
Operaciones de liquidez	106,0	178,4	68,3	72,4
Valoración de TES	75,4	52,6	(30,3)	(22,8)
2. Diferencias en cambio	5,9	29,9	403,7	24,0
3. Moneda metálica	76,3	69,0	(9,5)	(7,2)
4. Otros	23,3	24,3	4,2	1,0
B. Ingresos corporativos	125,0	136,4	9,1	11,3
1. Comisiones	106,7	100,8	(5,5)	(5,9)
Servicios bancarios	55,1	47,6	(13,5)	(7,4)
Negocios fiduciarios	51,6	53,1	3,0	1,5
2. Otros	18,4	35,6	93,8	17,2
2. Egresos del P y G	1.032,6	1.300,3	25,9	267,7
A. Egresos monetarios	614,6	784,6	27,7	170,0
1. Intereses y rendimientos	349,0	518,2	48,5	169,2
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	271,3	470,2	73,4	199,0
Comisión de compromiso flexible con el FMI	27,9	21,6	(22,8)	(6,4)
Gastos en administración de las reservas internacionales	21,6	20,8	(3,9)	(0,8)
Gastos en operación de contracción monetaria	28,2	5,6	(80,2)	(22,6)
2. Diferencias en cambio	117,2	109,6	(6,5)	(7,6)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	144,3	152,9	5,9	8,6
4. Otros	4,1	3,9	(5,2)	(0,2)
B. Egresos corporativos	331,3	350,0	5,7	18,8
1. Gastos de personal	213,6	224,3	5,0	10,7
2. Gastos generales	50,5	53,0	5,0	2,5
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(4,1)	(4,2)	3,0	(0,1)
4. Impuestos	6,9	7,9	15,5	1,1
5. Seguros	6,6	7,8	17,3	1,2
6. Contribuciones y afiliaciones	3,7	4,1	11,3	0,4
7. Gastos culturales	8,9	9,4	5,7	0,5
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del <i>software</i>)	45,1	47,6	5,6	2,5
C. Gastos de pensionados	86,7	165,7	91,0	79,0
3. Resultado operacional (1 - 2)	(271,5)	(364,0)	34,1	(92,5)

Fuente: Banco de la República.

En cuanto a las reservas internacionales, se espera un rendimiento en dólares aproximado al 0,7%. La proyección de tal rubro incorpora los posibles efectos por variación en las tasas de cambio de las monedas en las que se invierte el portafolio, estimación que como se mencionó, supone que el comportamiento de la tasa de cambio dólar/euro a finales del año se mantiene en los mismos niveles que se observaron en promedio entre el 1 de enero y el 12 de julio⁸⁰. Cabe anotar que los retornos del portafolio pueden verse afectados si el euro o el yen se devalúan o revalúan frente al dólar para lo que resta del año, de tal forma que se disminuirá o aumentará proporcionalmente el monto del diferencial cambiario estimado.

Por su parte, el aumento estimado del ingreso por las operaciones de liquidez (repo) (COP72,4 mm), es resultado de los mayores requerimientos de liquidez frente a 2010, explicados principalmente por los mayores depósitos que la DGCPTN mantiene en el Banco de la República y por el aumento en la tasa de interés de intervención.

Entre el 15 de septiembre de 2010 y el 30 de septiembre de 2011 las compras de divisas en el mercado cambiario anunciadas por la JDBR ascenderían a USD5.180 m. Esto tendría como resultado un impacto negativo acumulado de aproximadamente COP148 mm sobre el estado de resultados del Banco de la República para el mismo período⁸¹. Lo anterior debido a que la rentabilidad en pesos de las reservas internacionales es en la actualidad inferior a la tasa de interés de referencia del Emisor. De no haberse presentado estas compras de divisas, el Banco habría suministrado esta liquidez por medio de repos, con lo cual habría obtenido una rentabilidad igual a la tasa de política.

Por otra parte, cabe señalar que en el primer semestre las tenencias de oro tanto monetario como no monetario registraron una valoración de USD21,6 m y de USD11,3 m, respectivamente. En el segundo semestre de 2011 se espera monetizar una parte de los inventarios del oro no monetario (3,5 toneladas equivalentes aproximadamente a USD169,0 m), que una vez certificados se incorporarán a las reservas internacionales. Esta operación en conjunto permitirá obtener una valorización en las reservas internacionales. En la medida en que esto se produzca, la valorización del oro se reflejará en el rendimiento de las reservas en 2011 pero no en los ingresos por concepto de oro no monetario.

De igual manera, se calcula que se recibirán menores ingresos por la valoración de los TES (COP22,8 mm) en poder del Banco, considerando el comportamiento de las tasas de negociación del mercado y los vencimientos de algunos de estos títulos.

En la proyección de los egresos el 60,3% corresponde a los monetarios, los cuales se estima ascenderían a COP784,6 mm, superiores en COP170,0 mm con respecto a los

⁸⁰ La tasa de cambio promedio dólar/euro registrada entre enero y el 12 de julio de 2011 fue de 1,4051 dólares por euro.

⁸¹ Para todo 2011 este efecto negativo se estima en aproximadamente COP255 mm.

registrados en 2010. Se prevé un aumento de COP199,0 mm en la remuneración a los depósitos que la DGCPTN mantiene en el Banco, resultado del mayor saldo promedio diario de estos depósitos y del aumento de la tasa de interés de intervención.

Otros egresos monetarios que se destacan son los costos de emisión y distribución de especies monetarias, que totalizarán COP152,9 mm y registrarán un crecimiento nominal anual del 5,9%, y los egresos por diferencias en cambio que se estiman en COP109,6 mm, inferiores en COP7,6 mm frente a 2010.

Se estima que los egresos corporativos ascenderán a COP350,0 mm y registrarán un incremento en términos reales de 2,6%, dentro de los cuales los gastos de personal contribuirán con COP224,3 mm (crecimiento de 2,0%), los generales con COP53,0 mm (aumento de 1,9%) y los culturales con COP9,4 mm (crecimiento de 2,6%). Otros gastos corporativos que no son susceptibles de una gestión directa por parte del Banco como impuestos, seguros, contribuciones y afiliaciones, depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros gastos operacionales y no operacionales, sumarán en su conjunto COP63,3 mm.

Por último, se estima un gasto neto de pensiones de jubilación por COP165,7 mm resultado de las proyecciones del gasto en mesadas pensionales, auxilios y aportes a la seguridad social de pensionados (COP243,3 mm), y del ingreso por el rendimiento estimado del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional (COP77,6 mm). El aumento esperado del gasto neto de pensionados estará asociado con menores ingresos por el menor rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional y con incremento en el número de pensionados.