

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Durante 2010 la economía mundial avanzó en su proceso de recuperación al alcanzar una tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) alrededor del 5% anual, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta dinámica ha sido desigual entre las diversas regiones del mundo. Las economías avanzadas registraron un crecimiento de 3%, en tanto que las emergentes se constituyeron en el motor de la actividad económica mundial, con un promedio de 7,1%. Estas últimas fueron lideradas por las economías emergentes de Asia, con un crecimiento de 9,3%, seguidas por América Latina, con una expansión de 6% en el año. El mundo desarrollado aún no ha logrado superar completamente los efectos de la crisis financiera, al tiempo que para algunos países de Europa el elevado endeudamiento público y la fragilidad de sus sistemas financieros han puesto en entredicho su viabilidad económica.

Por países también se observaron resultados diversos. En el caso particular de los Estados Unidos el efecto de los estímulos fiscales y monetarios, junto con el fortalecimiento del consumo y las exportaciones, contribuyeron a lograr un crecimiento de 2,8% en 2010, que se compara favorablemente con el modesto resultado para la zona del euro (1,8%) y el del Reino Unido (1,7%). Entre las economías emergentes sobresalieron China e India con crecimientos de 10,3% y 9,7%, respectivamente; mientras que entre los países de mayor tamaño en América Latina se destacaron los resultados de Perú (8,6%), Argentina (8,6%) y Brasil (7,5%). El primer capítulo de este *Informe* profundiza en el análisis del panorama económico mundial y sus perspectivas para 2011.

En el marco de este desigual desempeño mundial y de la caída del comercio con Venezuela, la economía colombiana alcanzó un crecimiento de 4,3% en 2010, logrando así una recuperación importante frente al bajo resultado de 2009 (1,5%), obtenido en medio de la crisis internacional. La mayor actividad económica de 2010 fue principalmente impulsada por el dinamismo de la formación bruta de capital y el consumo de los hogares, con incrementos anuales de 11,0% y 4,3%, respectivamente, tasas que no se observaban desde 2007.

No obstante, durante el transcurso del año el crecimiento económico no fue uniforme. En el primer semestre la economía se expandió a una tasa promedio de 4,5% en buena medida como resultado del fuerte dinamismo del consumo del Gobierno y la

inversión en obras civiles. El ritmo de crecimiento decayó a 3,6% durante el tercer trimestre, debido al bajo crecimiento de la inversión ante las caídas registradas en la construcción de edificaciones y en las obras civiles, y por el efecto de la fuerte ola invernal, que redujo los volúmenes de producción de algunos productos básicos de origen agrícola. El incremento del consumo de los hogares durante el tercer trimestre, impulsado por la recuperación del mercado laboral y la mejoría en la confianza de los consumidores, ayudó a compensar la caída en otros componentes de la demanda interna. El cuarto trimestre del año mostró un repunte de la actividad económica hasta alcanzar un ritmo de 4,6% que superó los pronósticos, como resultado del fortalecimiento del consumo de los hogares, así como de la recuperación de la construcción de edificaciones y obras civiles que impulsaron la formación bruta de capital.

Desde el punto de vista de las ramas de actividad, aquellas que más contribuyeron a la expansión del producto fueron la minería y el comercio, con incrementos anuales de 11,1% y 6,0%, respectivamente. La industria manufacturera también mostró un buen desempeño al alcanzar en 2010 un crecimiento de 4,9%, que se compara favorablemente con la contracción de 3,9% de este sector durante 2009.

La mayor actividad económica en 2010 se reflejó en una reducción de la tasa de desempleo. Durante el último trimestre del año el desempleo para el total nacional fue en promedio de 10,7%, cayendo desde 11,3% para el mismo período de 2009. Esta reducción fue más marcada en las trece principales ciudades (11% *vs.* 12,3%) y en las cabeceras municipales (11,3% *vs.* 12,3%). En contraste, en el área rural, que cobija el 21,5% de la población económicamente activa del país, se observó un incremento de la tasa de desempleo, al alcanzar en el último trimestre de 2010 el 8,6% frente al 7,7% registrado en el mismo período de 2009. Este fenómeno tiene una estrecha relación con los estragos generados por la fuerte ola invernal.

La mejoría en el mercado laboral en las áreas urbanas, principalmente durante el segundo semestre, estuvo liderada por un fuerte dinamismo de la tasa de ocupación, lo cual es una señal del fortalecimiento de la demanda laboral, inducido por el mayor nivel de actividad económica y los mejores indicadores de confianza empresarial. A pesar de los avances en la reducción del desempleo, la calidad y estabilidad del empleo continúan siendo débiles, como lo indican los elevados niveles de informalidad y subempleo, y la alta proporción de empleo no asalariado. La expectativa positiva sobre el desempeño futuro de la actividad real deberá contribuir a mejorar la calidad.

La recuperación de la actividad económica y la reducción de la tasa de desempleo tuvieron lugar en un contexto de cumplimiento de la meta de inflación. La inflación al consumidor al finalizar 2010 fue 3,17%, cifra cercana al punto medio del rango meta definido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) (3%). En el transcurso del año se observaron pocas presiones sobre los precios provenientes de la demanda, del tipo de cambio, de los costos salariales y de las expectativas de los agentes. No obstante, la fuerte ola invernal durante el segundo semestre, junto con el

incremento en los precios internacionales de algunos productos agrícolas y mineros, impactaron los precios de los alimentos y de algunos bienes y servicios regulados, que aceleraron la inflación hacia finales del año. Sin embargo, dado el carácter tan específico del choque de precios, los indicadores de inflación básica se mantuvieron estables, situándose en la parte inferior del rango objetivo; es el caso de la inflación sin alimentos, que cerró el año en 2,8%, y del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos ni regulados, que incluso permaneció por debajo del 2%. El promedio de los indicadores utilizados tradicionalmente por el Banco registró una cifra de 2,6% para diciembre de 2010 frente a 3,1% para el mismo mes de 2009.

La política monetaria ha sido un factor de estímulo para la recuperación de la actividad económica, al mantener una postura expansiva desde 2009. La tasa de intervención del Banco, que se situaba en 3,5% al comienzo de 2010, fue reducida en 50 puntos básicos en el mes de abril y se mantuvo en el nivel históricamente bajo de 3% durante todo el año. Esto contribuyó a que las tasas de interés de las distintas modalidades de crédito también alcanzaran niveles históricamente bajos, lo que se reflejó en un comportamiento positivo de las carteras de consumo, comercial e hipotecaria del sistema financiero, incidiendo favorablemente en la recuperación del consumo de los hogares, la inversión empresarial y la compra de vivienda.

Acompañando la política de estímulo monetario, el Banco de la República ha mantenido una política activa en el frente cambiario. En marzo de 2010 la Junta Directiva decidió reanudar la compra de reservas mediante subastas competitivas diarias de US\$20 millones (m) (ante indicios de desalineamiento de la tasa de cambio), las cuales se extendieron hasta el 30 de junio de 2010. En ese período se acumularon US\$1.600 m y la tasa de cambio se devaluó 0,9%. Posteriormente, el 15 de septiembre de 2010 el Banco reinició el programa de acumulación de reservas, anunciando que realizaría compras diarias de por lo menos US\$20 m mínimo durante cuatro meses. Bajo el mismo esquema la Junta decidió extender el período de intervención al menos hasta el 17 de junio de 2011, sin comprometer el logro de las metas de inflación. Durante los últimos seis meses (hasta mediados de marzo) el peso colombiano se ha devaluado 5,7%, mostrando un comportamiento contrario al de las demás monedas de la región que, a excepción del peso argentino, han continuado apreciándose. Esto sugiere que la intervención cambiaria mediante subastas competitivas, junto con medidas tomadas por el Gobierno nacional, que incluyeron la no monetización de US\$1.500 m en 2010, la reducción de aranceles y la modificación del Plan Financiero de 2011 para equilibrar las fuentes externas de financiación, entre otras, han sido efectivas en generar presiones hacia la devaluación de la tasa de cambio.

Como se discute en este *Informe*, el marco fiscal de mediano plazo presentado por el Gobierno saliente fue coherente con el objetivo de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública y prevenir los efectos indeseables de un excesivo déficit fiscal. El nuevo Gobierno retomó el compromiso con la sostenibilidad fiscal del país, para lo cual prosiguió el trámite del proyecto de acto legislativo que eleva a rango constitucional el

principio de dicha sostenibilidad, presentó el proyecto de acto legislativo para la modificación del régimen de regalías, y el proyecto de ley para la adopción de una regla fiscal en Colombia a partir de 2012.

Para el año 2011 se identifican factores positivos que contribuirán a la consolidación de la recuperación económica, tales como el fortalecimiento del consumo y la inversión estimulados por las bajas tasas de interés, la abundancia de crédito, los favorables términos de intercambio y la recuperación del mercado laboral. Igualmente, los diversos programas de gasto público constituirán un factor de estímulo al crecimiento. En particular, se espera que las labores de reconstrucción tras los estragos de la ola invernal brinden un impulso extra a la actividad económica. Se prevé que el consumo de los hogares continúe siendo el rubro que más contribuya a la expansión de la economía, tal como ocurrió en 2010. También es de esperar un mayor dinamismo en el consumo del Gobierno, que estará influenciado por el programa de atención a los damnificados por el invierno, y por el gasto adicional durante la finalización de los mandatos de los gobiernos locales, elemento característico del ciclo político. Adicionalmente, se estima un buen comportamiento de la inversión en capital fijo, asociado con la recuperación de la infraestructura, la reubicación y reconstrucción de viviendas afectadas por las inundaciones del último trimestre del año pasado y el dinamismo de las llamadas “locomotoras”.

No obstante, la Junta llama la atención del Congreso de la República sobre los altos riesgos relacionados con factores que podrían afectar la recuperación de la economía mundial. Entre ellos, la tensión que aún existe en los mercados financieros, el incierto desenvolvimiento del problema de la deuda en algunos países europeos y la reacción de las economías ante el retiro gradual de los estímulos monetarios. A esto se agregan los nuevos choques a los precios del petróleo, que han alcanzado niveles superiores a lo esperado, que de llegar a mantenerse aumentarían los riesgos de presiones inflacionarias en el mundo y en Colombia, y podrían constituir un freno a la recuperación de la economía mundial. Una complicación adicional son los eventos recientes en el Japón, que pueden repercutir negativamente en el crecimiento y comercio global en el corto plazo.

En estas circunstancias, el equipo técnico del Banco estima para 2011 un rango de crecimiento para la economía colombiana entre 3,5% y 5,5%, dando mayor probabilidad a un resultado alrededor del punto medio. La amplitud de este intervalo de proyección se explica principalmente por la incertidumbre en torno de los mercados externos.

En el contexto del crecimiento previsto para 2011, que consolidaría la convergencia de la actividad económica hacia sus niveles de largo plazo, la JDBR ha considerado que es oportuno y prudente comenzar a hacer un retiro gradual del estímulo monetario. Ello contribuirá a que el crecimiento económico sea sostenible en el marco de una inflación baja y estable acorde con el rango meta de largo plazo. Además de la

estabilidad de precios, la normalización de la política monetaria permitirá prevenir el sobreendeudamiento del sector privado, la excesiva exposición al riesgo por parte del sector financiero, y la formación de burbujas en el precio de los activos, fenómenos todos riesgosos para la sostenibilidad del crecimiento económico, como lo demostró la reciente crisis económica de los Estados Unidos.

La resistencia que mostró la economía colombiana a la crisis internacional y las favorables perspectivas de crecimiento a mediano plazo que ayudarán a contener el peso de la deuda pública y permitirán un mayor margen para políticas monetarias y fiscales contracíclicas, son algunos de los principales elementos que fueron tenidos en cuenta por la firma Standard & Poor's para mejorar la calificación de riesgo de Colombia a nivel de grado de inversión. Este es un avance significativo que ofrecerá al país importantes oportunidades de desarrollo.

Este *Informe* contiene cuatro capítulos. En el primero se presenta la coyuntura internacional durante 2010 y las perspectivas para 2011. El segundo capítulo analiza los resultados de la economía colombiana durante el año pasado en materia de crecimiento, inflación, empleo y demás variables macroeconómicas, y discute el desempeño que se espera para el presente año. El capítulo tercero presenta un análisis de la situación de las reservas internacionales, en cuanto a su administración, desempeño y el estado actual de las reclamaciones. Finalmente, el cuarto presenta la situación financiera del Banco de la República. El *Informe* contiene numerosos recuadros y sombreados que profundizan en temas de particular interés.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL

En 2010, gracias a estímulos fiscales y monetarios sin precedentes, la economía mundial emergió de la crisis financiera más severa desde la posguerra, registrando una tasa de crecimiento del (PIB) de alrededor del 5% anual (según las proyecciones del FMI). Dicha recuperación, sin embargo, no se dio al mismo ritmo en las distintas regiones; así, mientras que las economías avanzadas registraron incrementos moderados de 3% anual en promedio, en las emergentes la actividad económica creció vigorosamente a una tasa anual promedio de 7,1%. Este comportamiento se debe, por un lado, a que gran parte del mundo desarrollado continúa luchando con los efectos de la crisis sobre los balances de los hogares, las empresas y los gobiernos, al tiempo que la incertidumbre sobre la solvencia de gobiernos y bancos de algunos países de Europa permanece vigente. Por otro lado, el consumo en los países emergentes fue el gran motor de la actividad económica mundial.

Para 2011, a pesar de que se espera que la recuperación continúe, el crecimiento global podría ser ligeramente inferior al observado en 2010 como resultado del retiro de los estímulos fiscales en la mayoría de países, del endurecimiento de la política monetaria en las economías emergentes y de una base de comparación alta. En este

sentido, las proyecciones del FMI prevén un desempeño débil de las economías avanzadas, con un crecimiento promedio de 2,5% anual. Para los países emergentes dicho organismo espera que, a pesar de mantenerse la dinámica de la actividad económica, se presente una leve desaceleración con respecto a lo observado en 2010, registrando un incremento de 6,5% en promedio en el año.

Aunque la probabilidad de una recaída en 2011 ha disminuido significativamente, existen algunos riesgos relacionados con la posibilidad de que las tensiones en la periferia de la zona del euro (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia) se extiendan al núcleo de Europa. Así mismo, la falta de avance en la formulación de planes de consolidación fiscal de mediano plazo en las grandes economías avanzadas, la persistente debilidad del mercado inmobiliario estadounidense (dadas las continuas caídas en los precios de la vivienda, que no les ha permitido a los hogares restablecer sus hojas de balance) y el recalentamiento en los mercados emergentes, ponen en riesgo la frágil recuperación esperada. Adicionalmente, el reciente incremento en la cotización internacional del petróleo, producto de las tensiones sociales y políticas en algunos países árabes, podría constituirse en un lastre para la reactivación económica.

Dado que los efectos de la crisis, las características de la recuperación y las medidas de política no han sido los mismos para los países desarrollados y para los emergentes, este capítulo abordará por separado el análisis para estos grupos de países.

A. ¿Qué está pasando en los países desarrollados y qué se espera para 2011?

Las etapas iniciales de la recuperación (desde la segunda mitad de 2009 y hasta mediados de 2010) se caracterizaron principalmente por una estabilización gradual del sistema financiero, políticas monetarias y fiscales expansivas y por una fuerte reconstitución de inventarios. Para la segunda mitad de 2010 el crecimiento se desaceleró ligeramente, aunque menos de lo esperado (3,7% en el primer semestre *vs.* 2,1% en el segundo), como resultado del desvanecimiento de los estímulos de política y el fin del ciclo de inventarios¹, al tiempo que los problemas de la deuda soberana europea condujeron a un aumento de la volatilidad en los mercados financieros, implicando un freno adicional al crecimiento.

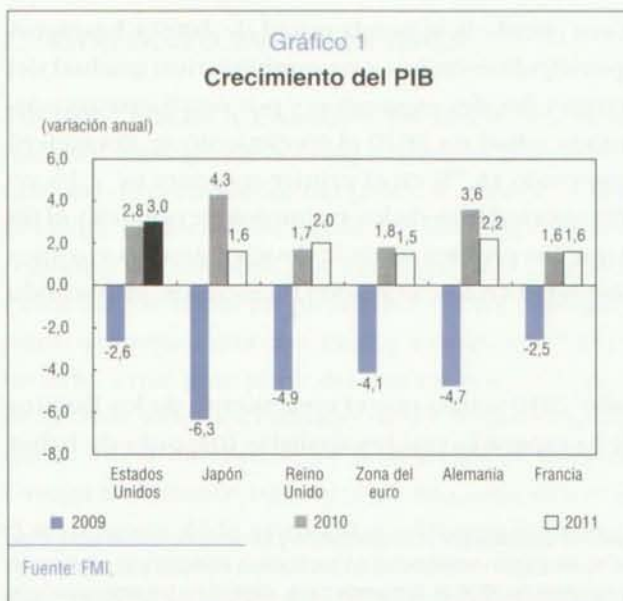
La información preliminar para el año 2010 señala que el crecimiento de los Estados Unidos fue de 2,8%, por encima de lo esperado por los analistas (después de haber

¹ Un ciclo de inventario es la fluctuación del PIB causada por la acumulación y la venta de existencias. Este amplifica el ciclo económico debido que se acumulan existencias en los buenos tiempos y la producción se reduce en los malos. En la recesión mundial de 2008 la demanda cayó, dejando a las empresas con grandes acumulaciones de inventarios. Estas reaccionaron suspendiendo la actividad en las principales fábricas, lo que llevó a una caída en la producción industrial y en el PIB. Una vez los inventarios fueron vendidos, el producto aumentó de nuevo porque algunas líneas de producción fueron renovadas. Este fue justamente uno de los factores que impulsó el crecimiento en 2010 pero que no se espera que lo haga en 2011.

caído 2,6% en 2009), y que las economías del Reino Unido y la zona del euro crecieron en el año 1,7% y 1,8%, respectivamente (luego de haber caído en 2009 a tasas del 4,9% y 4,1%, en su orden). Por su parte, el desempeño económico de los países de la zona del euro continúa siendo dispar. Así, mientras que Alemania ha mostrado un fuerte dinamismo, reflejado en un incremento de su actividad económica del 3,6% anual durante 2010, las economías de la periferia han registrado un mal desempeño y producciones estancadas; por ejemplo, España se contrajo 0,2%. Por su parte, en Japón el crecimiento de 2010 habría rondado el 4,3% anual, como resultado del buen comportamiento de las exportaciones y del efecto en el último trimestre de un nuevo estímulo fiscal. Cabe resaltar que dicho país fue la economía desarrollada que más sufrió el impacto de la crisis financiera, con una caída del 6,3% en 2009 (Gráfico 1).

1. Los Estados Unidos

Al igual que en la mayoría de economías avanzadas, en los Estados Unidos el crecimiento del PIB durante el primer semestre de 2010 estuvo jalonado por los estímulos fiscales y la reconstitución de inventarios. Sin embargo, cuando se esperaba que hacia finales de año el crecimiento se desacelerara, dado que el ciclo de inventarios no contribuiría al PIB y la mayoría de los programas fiscales había llegado a su fin, la actividad económica se aceleró a una tasa anualizada de 3,2% en el último trimestre del año como resultado de un fuerte consumo, del impacto de un nuevo paquete de estímulos fiscales en diciembre² y de un déficit comercial que se reducía lentamente (en el cuarto trimestre el aumento de las exportaciones continuaba, al tiempo que las importaciones disminuían en términos reales).



Diferentes indicadores de la actividad económica señalan que desde finales de 2010 podría haber comenzado una expansión autosostenible del PIB estadounidense. Los indicadores de ventas al por menor, las exportaciones y la producción industrial muestran tasas de crecimiento satisfactorias y niveles similares a los registrados antes de la crisis, excepto por la producción industrial que, aunque se recuperó un poco, permanece aún en niveles bajos (Gráfico 2). Por otra parte, aunque el

² Se extendieron a trece meses los beneficios del seguro de desempleo y se recortaron los impuestos a la nómina, entre otras medidas.

crédito sigue estancado (Gráfico 3), las mejoras en la calidad de la cartera³ y la normalización en las exigencias para otorgar préstamos han permitido una reactivación de la inversión y del consumo privado.

El balance financiero del sector privado muestra que en los últimos meses del año anterior los gastos crecieron más rápido que los ingresos (Gráfico 4), lo que implica que si este indicador vuelve a sus niveles históricos se generaría un círculo virtuoso entre el consumo, la producción, el mercado laboral y los ingresos. En este sentido, se puede observar que a partir del cuarto trimestre del año factores diferentes a los inventarios y al estímulo fiscal han sido el principal motor de la actividad económica (Gráfico 5).

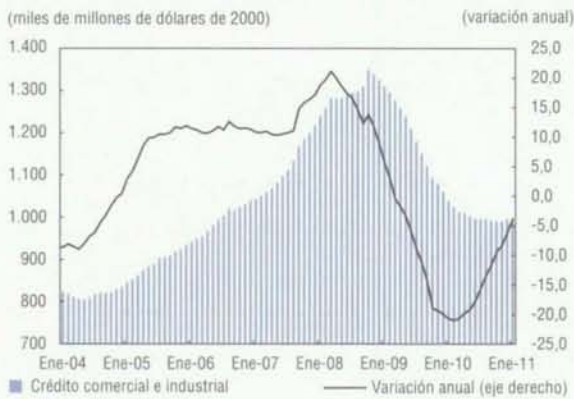
A pesar de lo anterior, existen riesgos tanto internos como externos de corto y mediano plazos que implican retos adicionales para la economía. En cuanto a los internos, se destacan el deterioro en el mercado laboral, el débil dinamismo del sector de la vivienda (evidenciado en los bajos precios [Gráfico 6]), el eventual desmonte de los estímulos monetarios, y la incertidumbre sobre los planes de ajuste fiscal. Por su parte, los riesgos externos están relacionados principalmente con la sos-



³ No es esta la situación en la cartera hipotecaria.

Gráfico 3

A. Crédito comercial e industrial en los Estados Unidos



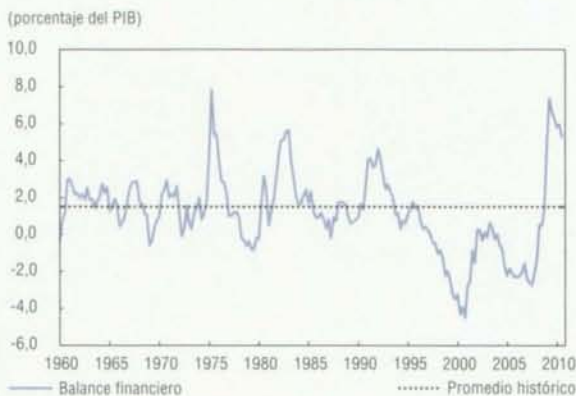
B. Crédito de consumo en los Estados Unidos



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Gráfico 4

Balance financiero del sector privado



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

tenibilidad de la deuda pública en Europa y los incrementos en los precios de las materias primas, en particular, del petróleo (como se destaca en el Recuadro 1, p. 31).

Al igual que en el resto de economías avanzadas, a pesar de que la recuperación iniciada un año y medio atrás continúa, su ritmo no ha sido suficiente para reducir la tasa de desempleo de forma significativa (Gráfico 7). Esos niveles persistentemente altos deterioran la confianza y los ingresos de los hogares, lo que podría poner en peligro la fuerza y sostenibilidad de la recuperación. Adicionalmente, dado que aproximadamente el 40% de los desempleados han estado sin trabajo durante seis meses o más, las competencias de los trabajadores pueden verse afectadas y causar daños permanentes en sus perspectivas de empleo e ingresos. De acuerdo con los analistas, la tasa de desempleo en 2012 podría ubicarse cerca del 8%, ritmo al cual el mercado de trabajo podría tomar de cuatro a cinco años más para normalizarse plenamente.

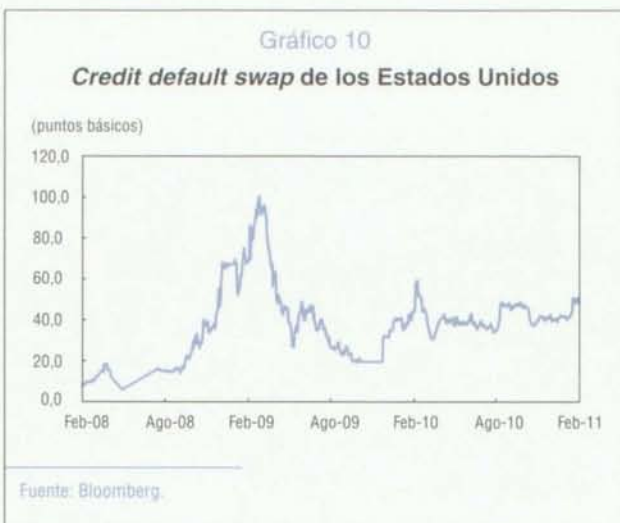
En una situación donde el desempleo es alto, y se prevé que lo siga siendo, junto con una inflación baja, se espera que la política monetaria continúe siendo expansiva. Sin embargo, dado que la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) ha estado cercana a cero

desde 2008, otras herramientas alternativas han sido utilizadas. Es así como entre diciembre de 2008 y marzo de 2010 la Fed compró cerca de US\$1,7 billones (b) en títulos del Tesoro y papeles del sector privado, política que se denominó *Quantitative Easing 1* (QE1). Posteriormente, en noviembre de 2010 dicho organismo anunció su intención de comprar US\$600 m adicionales en bonos (*Quantitative Easing 2* [QE2]) (Gráfico 8). Al hacer esto la Fed busca mantener bajas las tasas de interés de largo plazo e introducir más dinero en circulación para reactivar la actividad económica.

Sin embargo, existen riesgos importantes relacionados con el uso y desmonte de dicha política. En primer lugar, se pueden presentar valorizaciones indeseadas de ciertos activos como resultado de la abundancia de recursos en el mercado y, en segundo lugar, un desmonte inadecuado de las políticas QE podría generar presiones inflacionarias y debilitar la recuperación de la economía.

De otro lado, desde el inicio de la crisis financiera y la posterior recesión, la posición fiscal de los Estados Unidos se ha deteriorado considerablemente. En gran medida, esto ha sido el resultado de los efectos de la debilidad de la economía para generar ingresos junto con las acciones que se tomaron para aliviar la recesión y estabilizar los mercados





financieros. Sin embargo, una parte importante del déficit del presupuesto federal parece ser estructural y no cíclico, es decir, que este se mantendría en niveles elevados incluso después de que las condiciones económicas hayan vuelto a la normalidad. De acuerdo con el FMI, el déficit fiscal de los Estados Unidos para el año 2011 está previsto alrededor de 10% del PIB (más del doble que en la zona del euro), y se estima que la deuda pública bruta supere el 110% del PIB en 2016 (Gráfico 9). Así mismo, las proyecciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso estadounidense indican que en los años siguientes la posición fiscal podría deteriorarse aún más, debido al envejecimiento de la población y al mayor crecimiento de los gastos sociales. En este escenario la deuda pública federal alcanzaría el 185% del PIB en 2035, frente al 60% de 2010.

Así las cosas, la definición de un programa creíble para reducir el déficit futuro no solo aumentaría el crecimiento económico y la estabilidad en el largo plazo, sino que también podría generar importantes beneficios en el corto plazo en términos de la reducción de las tasas de interés de largo plazo y el aumento de la confianza de los consumidores y empresarios. Esto, a su vez, conduciría a una normalización de las primas de riesgo de este país, las cuales se encuentran todavía en niveles superiores a los registrados antes de la crisis (Gráfico 10).

Por último, los riesgos externos surgen de una posible agudización de los problemas de la deuda en Europa y de incrementos prolongados en el precio del petróleo. En primer lugar, un deterioro adicional en las economías europeas se podría traducir en efectos negativos sobre el crecimiento estadounidense vía menor demanda externa y un mayor nerviosismo en los mercados financieros. En segundo lugar, los aumentos recientes en la cotización internacional del petróleo, de prolongarse en el tiempo, podrían poner un freno a la economía mediante mayores costos para productores y consumidores, al tiempo que ejercen presiones al alza sobre la inflación (Recuadro 1, p. 31).

2. Europa

La expansión de la demanda mundial y las fuertes respuestas de política han permitido guiar a Europa por una senda de recuperación, la cual, sin embargo, no ha logrado alcanzar los niveles de producción previos a la crisis. El crecimiento de las exportaciones fue el principal motor de la actividad económica en 2010, sobre todo en los países exportadores de bienes de capital, que habían sufrido una caída pronunciada de la demanda externa. La producción industrial y las ventas al por menor registraron, en promedio, variaciones positivas durante el año, aunque desde niveles de comparación todavía muy bajos (Gráfico 11). Lo anterior se ha traducido igualmente en una mejora de la confianza de los consumidores.



De esta forma, Europa pasó de contraerse 4,9% anual en 2009 a registrar un aumento moderado del PIB de 1,8% en 2010. Por países la historia es heterogénea, siendo Alemania el principal motor de la actividad económica de la región, al registrar una tasa de crecimiento de 3,6% anual impulsada por un incremento de las exportaciones alrededor del 15%. Las otras economías grandes de la zona del euro crecieron a tasas inferiores: Francia lo hizo al 1,6% e Italia al 1%. Por su parte, España junto con Grecia e Irlanda registraron tasas negativas.

En cuanto al mercado laboral, Alemania fue el único país que en diciembre de 2010 registró una tasa de desempleo (6,6%) inferior a la alcanzada antes del inicio de la crisis. En España la tasa cayó de un máximo de 20,6%, observado en septiembre de 2010, a 20,2% en diciembre; sin embargo, todavía se encuentra muy lejos del 11,4% alcanzado en 2008. Lo anterior refleja la debilidad en la demanda interna y las rigideces en el mercado laboral y en la producción de bienes y servicios, que no han permitido que se aproveche en mayor medida la debilidad del euro y el restablecimiento del comercio mundial.

Actualmente los riesgos más grandes para el crecimiento de esta región son los problemas de deuda soberana y la estabilidad del sistema financiero. Aunque se espera que el estrés en los mercados financieros se mantenga limitado a los países con problemas de solvencia (pues se ha empezado a discriminar entre agentes con diferentes fundamentales), la periferia europea aporta una proporción significativa a la producción global de la zona del euro y tiene vínculos financieros importantes con los países en el núcleo que podrían generar una desaceleración en el crecimiento y la demanda, obstaculizando así la recuperación mundial. La preocupación del mercado sigue siendo, entonces, la deuda soberana y bancaria, la viabilidad política de las medidas de austeridad en curso y las previstas, así como la falta de una solución integral. Adicionalmente, un riesgo que ha cobrado importancia recientemente es el incremento del precio del petróleo como resultado de las tensiones en el norte de África (Recuadro 1).

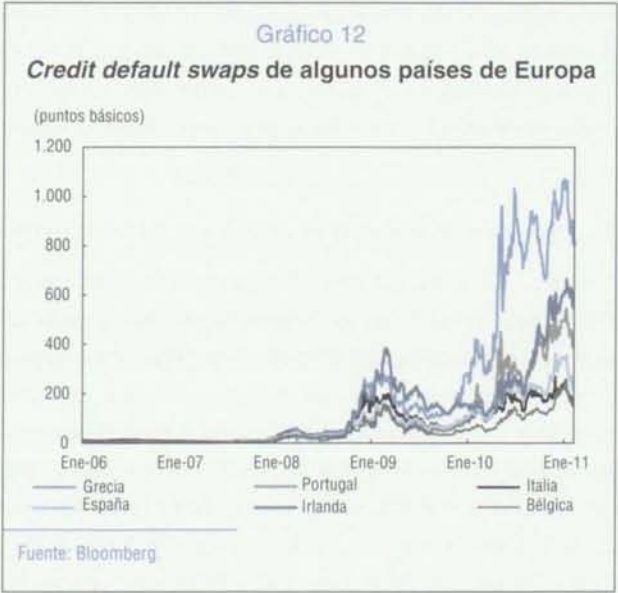
De acuerdo con los analistas, se espera que los diferenciales de riesgo para estos países permanezcan altos al igual que los costos para refinanciar su deuda, factores que presionan aún más la solvencia de gobiernos⁴ y empresas. Adicionalmente, según aquellos la estrategia de las autoridades europeas de brindar liquidez a los países con problemas de deuda soberana, diseñada para calmar a los mercados financieros, está dejando de ser efectiva⁵. Los mercados están cada vez más nerviosos y las primas de riesgo de los países con altos niveles de deuda permanecen muy elevadas (Gráfico 12).

⁴ En enero de 2011 Portugal colocó en el mercado bonos a diez años a una tasa de 6,7%.

⁵ Para tranquilizar los mercados, en mayo de 2010 los gobiernos europeos junto con el FMI crearon fondos para otorgar liquidez a los países con problemas de deuda, mientras estos trabajaban en la creación y conformación de planes estructurales que dieran una solución definitiva a los problemas de solvencia, dejando claro que en el mediano plazo dichos países deberían reestructurar sus deudas. Sin embargo, con el paso del tiempo las soluciones de liquidez funcionan cada vez menos, dado que en los mercados permanece la incertidumbre sobre la solvencia de algunos gobiernos.

Lo anterior, en parte, puede deberse a que la carga que pesa sobre los países que han sido rescatados es muy grande y a que los planes de austeridad vigentes en las economías con problemas de deuda ponen un freno importante al crecimiento⁶. Sin embargo, actualmente la economía europea en su conjunto está en mejor forma que durante la crisis⁷. En este sentido, los bancos han tenido tiempo para acumular capital (Gráfico 13) y han entregado bonos riesgosos al Banco Central Europeo (BCE), al tiempo que existe mejor información sobre los balances de bancos y gobiernos. Así mismo, Grecia y otros países periféricos han demostrado su compromiso con los planes de austeridad.

En el corto plazo se espera que los países europeos consoliden sus finanzas públicas. La retirada del estímulo fiscal en Alemania y Francia, junto con medidas discrecionales y un mayor crecimiento, contribuirán a un déficit inferior. La reducción del déficit de España será la más pronunciada entre los grandes países europeos, y se basará en gran medida en la moderación del gasto, incluyendo recortes en los salarios, pensiones e inversión pública. En el Reino Unido, además de un ajuste fiscal significativo en 2011, el gobierno anunció planes detallados para reducir el gasto público en los próximos cuatro años. Igualmente se proyecta una consolidación de los recortes fiscales en Grecia, Irlanda y Portugal.



⁶ Así, por ejemplo, a pesar del fuerte ajuste fiscal, la deuda de Grecia llegaría a 165% del PIB en 2014.

⁷ Cuando los gobiernos de la zona del euro y el FMI se unieron para rescatar a Grecia, su determinación de evitar una reestructuración inmediata estaba bien fundada. Para ese momento los bancos y gobiernos europeos tenían fundamentales más débiles y es probable que se hubiera precipitado una gran crisis en el sistema bancario europeo.

Sin embargo, los retos en el mediano plazo de las economías europeas siguen siendo grandes, pues son necesarias reformas que garanticen la sostenibilidad de la deuda y la austeridad en el gasto, al tiempo que generen incrementos en la productividad y que mejoren la coordinación y supervisión entre los gobiernos.

3. *Perspectivas para 2011 en las economías avanzadas*

Finalmente, teniendo en cuenta todo lo anterior, para 2011 se espera que los Estados Unidos crezcan 3,0% gracias al dinamismo en la actividad privada y a un nuevo programa fiscal adoptado a finales de 2010, que según el FMI estimulará el crecimiento en 0,5% este año. A su vez, se proyecta que Japón crezca 1,6% anual⁸ impulsado también por un programa fiscal, el cual tendría un impacto en su dinámica económica, similar al de los Estados Unidos. Por su parte, para la zona del euro se pronostica un aumento del PIB de 1,5% en 2011, con Alemania desacelerándose a una tasa de 2,2% y Francia manteniéndose a una de 1,6%. La brecha en el desempeño económico entre los países del centro y la periferia continuaría, pues estos últimos mantendrían crecimientos débiles.

Con este panorama, en términos generales se espera que la utilización de la capacidad instalada permanezca baja y que el mercado laboral se mantenga débil. Por el lado de la inflación, dado que tanto la total como la básica terminaron 2010 con registros bajos en la mayoría de economías, incluso a pesar de los incrementos en los precios internacionales, y puesto que no se prevén mayores cambios a lo largo de este año, se espera que la política monetaria continúe siendo expansiva en 2011.

B. *¿Qué ha pasado en los países emergentes de Asia y América Latina y qué se espera?*

En 2010 los países emergentes fueron el motor de la actividad económica mundial, registrando un crecimiento anual de 7,1%. Dentro de este grupo sobresalen las economías de Asia, que registraron un aumento de 9,3%, y de América Latina, con una variación de 6% en el año, la tasa más alta de la última década. El comportamiento de China e India lideró la recuperación mundial, al crecer anualmente 10,3% y 9,7%, respectivamente. En América Latina se destaca el comportamiento de Brasil, Perú y Argentina, con incrementos anuales de 7,5%, 8,6% y 8,6%, en su orden. Este desempeño es reflejo de la fortaleza de la demanda interna en muchos de estos países, de la creciente demanda mundial por materias primas, de las políticas expansivas en el mundo, y del resurgimiento de la afluencia de capitales. Para 2011 se espera que el crecimiento de estos países se modere, dada la disminución progresiva de los efectos expansivos de la política fiscal y monetaria y de los cambios en la postura de política de las economías en desarrollo.

⁸ Esta proyección no contempla los efectos económicos del terremoto del 11 de marzo. Para enfrentar esta situación, el 14 del mismo mes el banco central de Japón anunció un estímulo monetario sin precedentes y las autoridades fiscales están trabajando en la ampliación del presupuesto para este año.

A lo largo de 2010 el aumento de la producción en Asia emergente se mantuvo por encima de su tendencia en la mayoría de países del continente. En gran parte dicha expansión estuvo impulsada por el repunte en la producción industrial, que a su vez ayudó al incremento de las exportaciones y la inversión privada (Gráfico 14). Por su parte, las mejoras en el mercado laboral y los altos niveles de confianza, sostuvieron un crecimiento anual de 7,8% en el consumo de los hogares. Estos buenos resultados en materia de actividad económica se han traducido en bajos niveles de las primas de riesgo, a pesar de la turbulencia internacional reciente (Gráfico 15).

La recuperación económica mundial y la fuerte demanda interna en Asia emergente constituyen condiciones favorables para los países de América Latina que mantienen vínculos estrechos con las economías emergentes más dinámicas, para aquellos que son atractivos para los inversionistas extranjeros y para los que se ven beneficiados por los altos precios de las materias primas. Igualmente, estas condiciones pueden constituirse en una oportunidad para incrementar el ahorro de los países exportadores de productos básicos.

En contraste, el entorno es menos favorable para los países que tienen vínculos importantes con

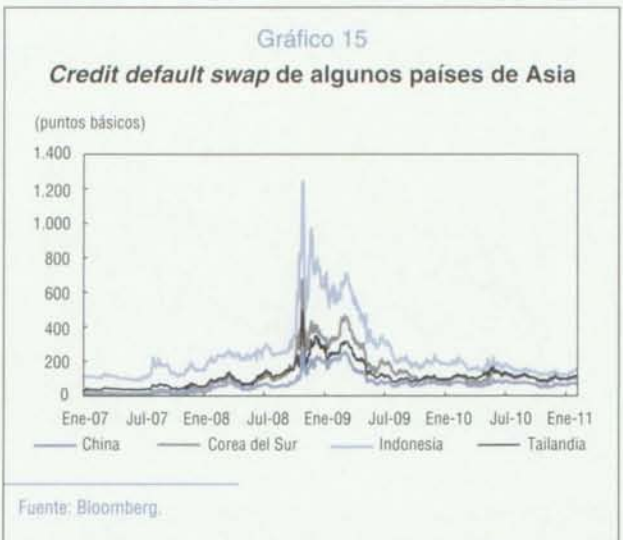
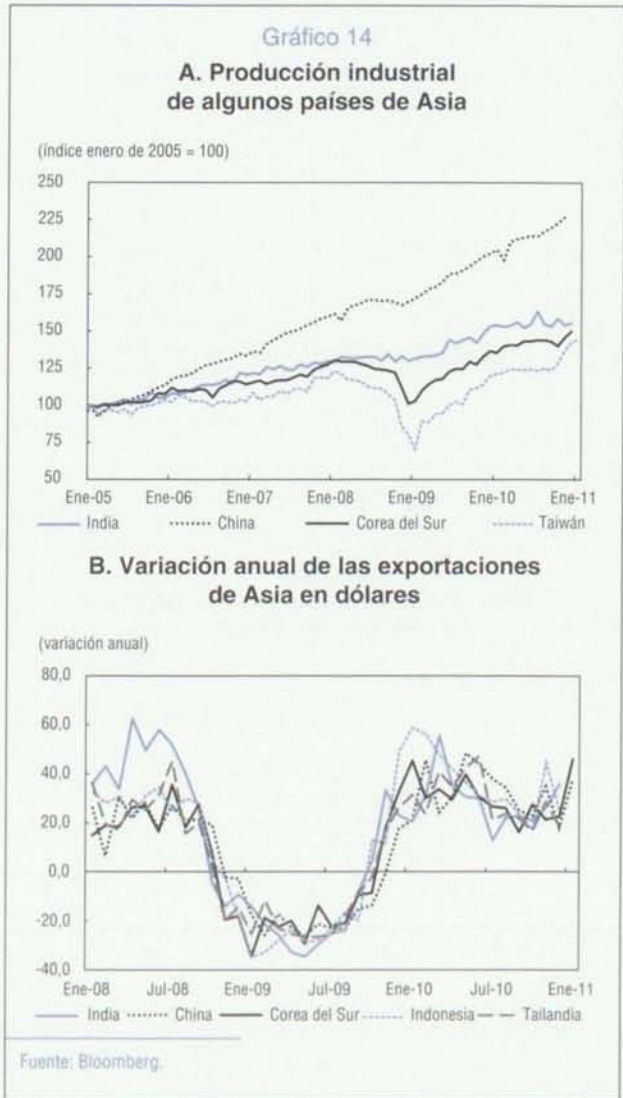
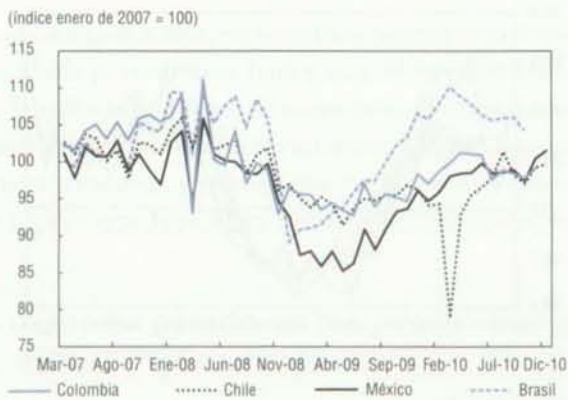


Gráfico 16

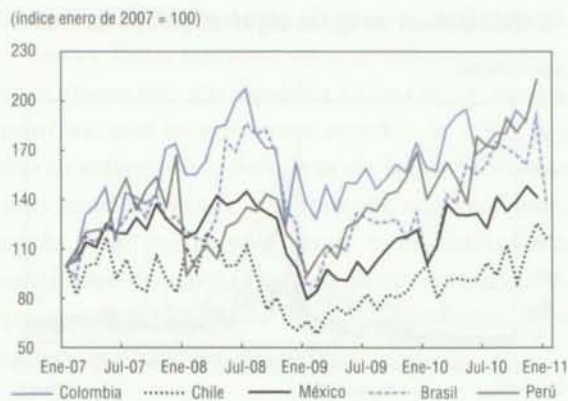
A. Ventas al por menor de algunos países de América Latina



B. Producción industrial de algunos países de América Latina



C. Exportaciones en dólares de algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

las economías avanzadas y que son importadores de *commodities*. Esta es la situación de muchas economías de Centroamérica, que tienen relaciones fuertes con la estadounidense en términos de exportaciones y de ingresos por remesas de trabajadores, así como de aquellas del Caribe que dependen del turismo.

En América Latina indicadores como las ventas al por menor, la producción industrial y las exportaciones se han recuperado (Gráfico 16). Las ventas al por menor de la mayoría de países (excepto México) han alcanzado, e incluso superado, los niveles previos a la crisis. La producción industrial crece en toda la región a tasas moderadas y las exportaciones se han recuperado siguiendo la tendencia alcista del comercio mundial y el comportamiento de los precios de los productos básicos.

La solidez de estos resultados explican la estabilidad y en algún grado el desacoplamiento de los mercados financieros latinoamericanos frente a la turbulencia derivada de la crisis fiscal de algunos países de la zona del euro y de la incertidumbre sobre la recuperación de las economías avanzadas. En consecuencia, las primas de riesgo de los países de la región han permanecido estables y en algunos casos ya se ubican en niveles similares a los observados antes de la crisis. En los

mercados accionarios, a excepción de México, se presentaron valorizaciones importantes en 2010, las cuales se han venido corrigiendo desde finales de año (Gráfico 17). Esto último podría estar obedeciendo a temores sobre burbujas en los precios de los activos en estos países.

De otro lado, es importante destacar la contribución negativa de las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones) al crecimiento de las economías de América Latina. A pesar de que las exportaciones experimentaron un aumento importante, debido en parte a los mayores precios de las materias primas, el dinamismo de la demanda interna tendió a traducirse en un deterioro de la cuenta corriente, dado el mayor incremento de las importaciones (Gráfico 18). Por países, sin embargo, se observa una clara diferencia entre los que mantienen superávits relativamente amplios en la cuenta corriente, como Venezuela y Argentina, y aquellos en los que el balance externo es negativo, especialmente Brasil, donde el déficit se amplió hasta alcanzar niveles no registrados en los últimos diez años. No obstante, dichos déficits están siendo financiados holgadamente por la fuerte afluencia de capitales que están llegando al conjunto de países de la región.

En particular, la reactivación en la actividad económica mundial,

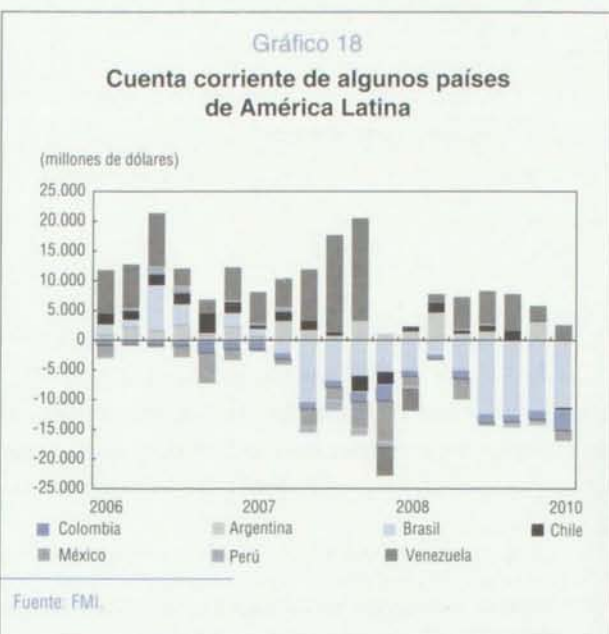
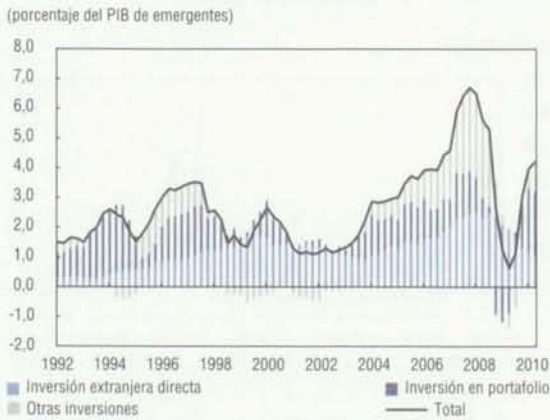


Gráfico 19

Flujo de capitales hacia países emergentes

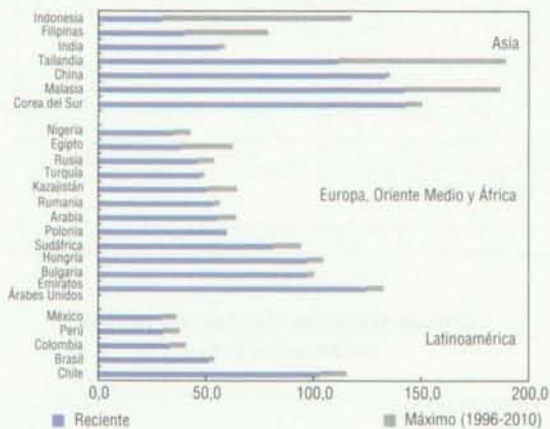


Fuente: FMI.

Gráfico 20

Deuda del sector privado no financiero

(porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

junto con el bajo nivel de las tasas de interés en los países avanzados, han conducido a un repunte de los flujos de capital, los cuales habían disminuido significativamente con la crisis financiera. De acuerdo con el FMI, se espera que los capitales vuelvan a las economías emergentes y se estima que las entradas netas a estos mercados fluctúen alrededor del 4% del PIB en 2011 (Gráfico 19). Estos flujos de capital pueden, en parte, estar impulsados por factores estructurales relacionados con el cambio en las decisiones de asignación de activos por parte de los inversionistas, quienes ahora tienen una opinión más favorable sobre los activos de los mercados emergentes. Así mismo, dichas entradas están siendo atraídas por operaciones de *carry trade*, en las que los inversionistas esperan beneficiarse de los diferenciales de tasas de interés y de las expectativas de apreciación del tipo de cambio.

Dado que la intensidad y la naturaleza de esta afluencia de capitales conllevan ciertos riesgos, en especial cuando están acompañados de unas condiciones

de crédito persistentemente expansivas, las fuertes entradas de capital y la actividad de *carry trade* deben ser vigiladas, en particular cuando el apalancamiento puede estar involucrado⁹ (Recuadro 3). En este sentido, dichas entradas pueden conducir a un rápido aumento del endeudamiento del sector privado en los países receptores. Como se muestra en el Gráfico 20, en algunas economías de Asia y América Latina

⁹ La abundancia de recursos en el mercado tiende a propiciar valoraciones indeseadas en los precios de los activos y la moneda, un rápido crecimiento del crédito, así como aumentos del gasto público, debido a que se incrementan los ingresos tributarios y los menores pagos de intereses crean un espacio fiscal transitorio.

la deuda del sector privado no financiero se está acercando a los niveles máximos alcanzados entre 1996 y 2010, son ejemplos de esto Brasil, Chile, China, India y Corea del Sur. De esta forma, en el corto plazo el manejo adecuado de los flujos de capital constituye un reto importante para los países emergentes.

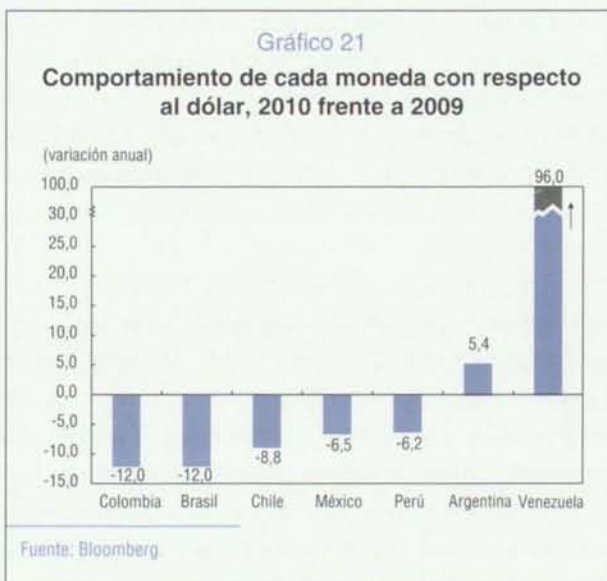
Por otra parte, las entradas de capital también ejercen presión en los mercados cambiarios de las economías receptoras. Sumado a esto, los altos precios de las materias primas y la abundancia de dólares derivada del relajamiento monetario en los Estados Unidos han fortalecido las monedas en muchos países emergentes.

En 2010 las tasas de cambio de las principales economías latinoamericanas (excepto Argentina y Venezuela) registraron apreciaciones significativas (Gráfico 21), lo que llevó a los bancos centrales de Brasil, Colombia, Chile, México y Perú a intervenir en el mercado cambiario y, en algunos casos, a imponer medidas de control de capitales para contener dichas presiones (como en Brasil).

Desde el punto de vista de la política económica, cabe resaltar que en los últimos meses algunos países de América Latina comenzaron a revertir parcialmente el estímulo monetario desplegado durante la crisis. Brasil inició el ciclo de aumentos de la tasa de interés de referencia en abril de 2010, acumulando un ascenso de 300 puntos básicos (pb) (hasta ubicarse en 11,75% en marzo de 2011), seguido de Perú en mayo (acumulando 250 pb de aumento a marzo de este año) y de Chile en junio (con 350 pb de incrementos acumulados a marzo). Así mismo, en lo corrido de 2011 Colombia ha incrementado en 50 pb su tasa de política.

En este sentido, el mayor crecimiento de la demanda interna y el surgimiento de algunas presiones inflacionarias provenientes de los alimentos han conducido a la mayoría de países de Asia a cambiar su postura de política. Ejemplo de ello son los continuos incrementos en la tasa de intervención en India y China, así como los mayores requerimientos de reservas en este último país. Para el resto de 2011 se espera que continúe y se amplíe el endurecimiento de la política monetaria.

Finalmente, para 2011 los analistas pronostican que Asia emergente seguirá superando a otras regiones, con un incremento anual del PIB de 7,7%. Esto se da en un marco en el que se fortalece el mercado laboral, se registran fuertes entradas de capital, se consolida el comercio interno de Asia y la inversión en bienes y productos básicos sos-



tienen la demanda privada y las exportaciones. Adicionalmente, el crecimiento de Asia, particularmente en China, junto con la recuperación en las economías desarrolladas, sostendrán una demanda dinámica por materias primas, que se seguirá traduciendo en mayores precios. Por otra parte, aunque se espera que América Latina se expanda a un ritmo más lento que en 2010, las mayores exportaciones y una demanda interna sólida deberían continuar impulsando el crecimiento este año.

Los riesgos para el crecimiento de las economías emergentes recaen sobre las posibles demoras en el retiro del estímulo monetario y fiscal, lo cual obligaría a un ajuste más fuerte en el futuro. Así mismo, prevalece el riesgo de que las entradas de capital a estos mercados creen burbujas de crédito, aumentos en los precios de los activos, no permitan una mayor consolidación fiscal y puedan ocasionar crisis de balanza de pagos¹⁰. Adicionalmente, un incremento en los precios del petróleo, la energía y otros productos básicos, si es excesivo en relación con los fundamentos económicos, podría desencadenar nuevas presiones inflacionarias y en las economías exportadoras de estos productos podría afectar la competitividad de otros sectores.

RECUADRO 1 CONSIDERACIONES DEL CHOQUE PETROLERO Y SUS POSIBLES EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En 2010 el precio del petróleo se ubicó nuevamente por encima de su promedio histórico de la mano de la recuperación mundial, luego de la crisis financiera de 2008-2009, aunque sin alcanzar los registros de 2007 y 2008. Este aumento en la cotización se explica principalmente por la mayor demanda de las economías emergentes, especialmente de las asiáticas (con China e India a la cabeza), y en menor grado por el efecto de la liquidez en el mercado de los *commodities* en un contexto de bajas tasas de interés y amplios estímulos monetarios.

En general, los analistas del mercado y las agencias especializadas identifican una tendencia estructural ascendente en la cotización del crudo debido a varios factores, entre los que se destacan: i) el buen desempeño de las economías emergentes, ii) el bajo ritmo de expansión de la oferta con relación al crecimiento de la demanda, y iii) la interrelación entre los alimentos, el petróleo y la mejora en la calidad de vida y el poder adquisitivo de economías como India y China. Pese a lo anterior, hace tres meses los precios esperados para 2011 no se constituían todavía en un freno para la actividad económica ni hacían prever presiones inflacionarias de consideración.

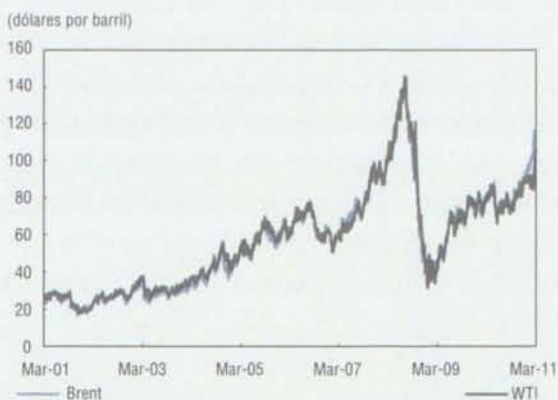
¹⁰ Sin embargo, hasta el momento la evidencia de burbujas en los precios de los activos, los auges de crédito y el deterioro en la posición fiscal sigue siendo aislada a unos pocos países y en algunos sectores.

Recientemente, sin embargo, el mundo ha enfrentado una serie de choques sobre el mercado del petróleo que han exacerbado lo anterior. En primer lugar, se dio un efecto indirecto sobre la cotización del petróleo, dado el incremento en el precio del carbón (como sustituto energético), producto de las inundaciones en Australia. En segundo lugar, y tal vez el más importante, está asociado con los problemas geopolíticos, que en lo corrido de 2011 han afectado a varias naciones de Oriente Medio y el Norte de África, entre las que se destacan Libia como productor del 5% de la oferta de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y Egipto por su papel estratégico en el transporte del crudo.

Estos choques no habían sido contemplados en los pronósticos de analistas para este año, por lo que los mayores precios¹ (Gráfico R1.1) no previstos constituyen una gran preocupación para la consolidación de la recuperación de las economías desarrolladas y un factor inflacionario que podría adelantar el ciclo de normalización de la política monetaria en las economías industrializadas e intensificarlo en las emergentes.

Ahora bien, los incrementos recientes en la cotización del crudo, al responder a choques de oferta, deberían ser transitorios y sus efectos sobre el desempeño económico y la inflación serían pasajeros. Sin embargo, surgen varios riesgos que pueden intensificar sus efectos. Por una parte, la situación en Oriente Medio puede complicarse y permanece la incertidumbre acerca de cuándo se resolverá plenamente y el número de países que pueden terminar siendo afectados. Por otra parte, en los últimos años el precio del petróleo ha mantenido una gran volatilidad y, por consiguiente, en un contexto de inestabilidad e incertidumbre como el actual, el efecto sobre

Gráfico R1.1
Precios del petróleo crudo
(promedio mensual)



Fuente: Bloomberg

¹ En lo corrido del año hasta el 8 de marzo de 2011 el precio del petróleo se ha incrementado 13,9 dólares por barril (SUS/b) en la cotización West Texas Intermediate (WTI) (referente del petróleo colombiano) y 18,8 SUS/b en la cotización Brent (referente para los petróleos de la región afectada).

el precio se puede ampliar y eventualmente transmitirse a la actividad productiva y a la inflación mediante las expectativas de los agentes.

En este contexto de incertidumbre en el mercado del petróleo es clave analizar los posibles impactos que se pueden presentar sobre la economía mundial. En primer lugar, cabe esperar que la inflación en la mayoría de economías se vea afectada, tanto por el efecto directo sobre combustibles y energía, como por el indirecto, dada la asociación entre la cotización del crudo y el precio de los alimentos. Sin embargo, ello por sí solo no implicaría la necesidad de una reacción de política, siempre y cuando las expectativas de inflación y la inflación básica no se vean afectadas. En este sentido, pueden presentarse diferencias considerables entre las principales economías desarrolladas y las emergentes. Así, en las desarrolladas se cuenta con amplios excesos de capacidad productiva, lo que les ayudará a mantener la inflación, en particular la básica, todavía en niveles aceptables y los riesgos contenidos. Las emergentes ya habrían agotado los excesos de capacidad productiva dado el desempeño más dinámico que han mostrado luego de la crisis, con lo cual el contagio sobre la inflación y sus expectativas puede ser más marcado y podrían requerir una reacción de política más agresiva.

En segundo lugar, los elevados precios del petróleo pueden afectar el desempeño económico mundial. Para las economías importadoras de esta materia prima dichos precios se traducen en mayores costos de producción y de transporte, que eventualmente se manifiestan en inflación y menor producción. En el más reciente episodio de incremento de precios (2007-2008) se evidenció un efecto marcado del alza del precio de la gasolina en el ingreso disponible de los hogares y su consecuente reducción del consumo. Para las economías exportadoras el fenómeno es más complejo: por una parte, enfrentan un choque similar a las importadoras, con la ventaja de poder mitigarlo parcialmente por su condición de productoras (sin embargo, no es claro en todos los casos y ello dependería de la política interna de precios). Por otra parte, los elevados precios generan mayores ingresos por las ventas de crudo y, por consiguiente, un efecto ingreso positivo sobre la economía que conlleva a un incremento de la demanda y que, en el caso de las economías emergentes exportadoras, puede implicar una agudización de las presiones inflacionarias.

Los efectos para Colombia del incremento en los precios del petróleo serían diversos y representarían retos para la política económica. Entre los efectos, los más destacados son: un aumento en los precios de combustibles que, a su vez, se transmitiría de manera directa al IPC mediante la gasolina e indirectamente a los alimentos y algunos otros bienes vía costos de transporte. Dicho efecto podría eventualmente afectar las expectativas de inflación. En segundo lugar, si no se observa un esfuerzo importante en la inversión, el

efecto positivo en el ingreso podría llevar a incentivar un ciclo de expansión de demanda por encima de la capacidad productiva de la economía. En tercer lugar, los mayores ingresos producto de los altos precios de venta del crudo, de ser monetizados, fortalecerían la apreciación del peso y con ello, a pesar de que mitigaría en parte el impacto inflacionario, podrían afectar la competitividad de otros sectores productivos.

Ante los anteriores efectos, la experiencia internacional muestra que es deseable ahorrar los mayores ingresos por el incremento en el precio de los *commodities*², en lugar de gastarlos y actuar como si estos precios fueran a permanecer elevados de forma indefinida.

² Por ejemplo, países como Noruega y Chile tuvieron políticas públicas de ahorro cuando se vieron favorecidos con altos precios internacionales del petróleo y del cobre, respectivamente.

RECUADRO 2

LECCIONES DE LAS CRISIS FINANCIERAS MUNDIALES

En los últimos tres años, el tema de la crisis financiera internacional fue ampliamente debatido no solo en el plano político y económico, sino también en el ámbito académico. Las discusiones se concentraban tanto en buscar las causas de la misma, como en esbozar las posibles respuestas de política para estabilizar el sistema financiero y evitar una profunda caída de la actividad real.

Algunos autores como Taylor (2008) sugieren que uno de los orígenes de la crisis fue una política monetaria laxa en los Estados Unidos que sobrerreaccionó a la contracción en 2001, al mantener por mucho tiempo sus tasas de interés en niveles bajos; otros como Obstfeld y Rogoff (2009) argumentan que fue un problema de abundancia de ahorro de grandes economías emergentes, que se dirigió a inversiones en los Estados Unidos, lo cual también contribuyó a mantener bajas las tasas de interés en ese país. Esto también está asociado con los desbalances macroeconómicos mundiales (Blanchard y Milesi-Ferretti, 2009). Para otros, el problema se desató fundamentalmente por una baja regulación y una inadecuada evaluación del riesgo, que permitió a los inversionistas tomar posiciones más agresivas en busca de mayores rentabilidades en un contexto en que las tasas de interés eran bajas.

A pesar de no haber consenso, muchas hipótesis señalan el papel que desempeñó la tasa de interés en los Estados Unidos, la cual, para muchos analistas, estuvo en un nivel inferior al requerido entre 2001 y 2005. Esto generó presiones alcistas sobre los precios de activos tanto financieros como inmobiliarios que originaron una burbuja, la cual, al

estallar, se tradujo en una de las peores recesiones desde la posguerra. Del origen de la crisis se derivan muchas lecciones, como por ejemplo la necesidad de contar con una adecuada regulación del sistema financiero, de vigilar el apalancamiento de los agentes y monitorear el comportamiento de los precios de los activos.

Así surge la pregunta: ¿son realmente nuevos los factores que originaron la reciente crisis financiera con respecto a crisis pasadas?, la respuesta es negativa. Reinhart y Rogoff, en una serie de artículos, analizan las causas y posibles consecuencias de la crisis financiera de 2008, y dentro de sus conclusiones destacan la existencia de asombrosas similitudes con respecto a dieciocho crisis financieras en países industrializados que han ocurrido desde la posguerra. Una de las situaciones más comunes en esos episodios es la marcada aceleración de los precios de activos, tanto en acciones y títulos como en los precios de la vivienda. Estos últimos se destacan como indicadores líderes en la literatura de crisis financieras para economías que enfrentan masivas entradas de capital.

Así mismo, y asociado con las entradas de capital, en muchos de estos eventos la deuda pública aumenta considerablemente y el déficit de cuenta corriente se amplía de manera significativa, lo cual genera graves problemas cuando los flujos de capital se revierten. Otro aspecto identificado, pero menos común, es que la inflación se encuentra en niveles bajos comparados con sus promedios históricos, por lo que la política monetaria mantiene una postura relajada, y en alguna medida dicha liquidez alimenta aún más las presiones sobre los precios de los activos.

A continuación se describen brevemente dos episodios de crisis anteriores, de los cuales se pueden extraer lecciones interesantes, no solo porque van muy en línea con lo que se ha observado en los Estados Unidos, sino también porque se presentaron en un entorno similar al que hoy en día exhiben algunas economías emergentes, incluida Colombia.

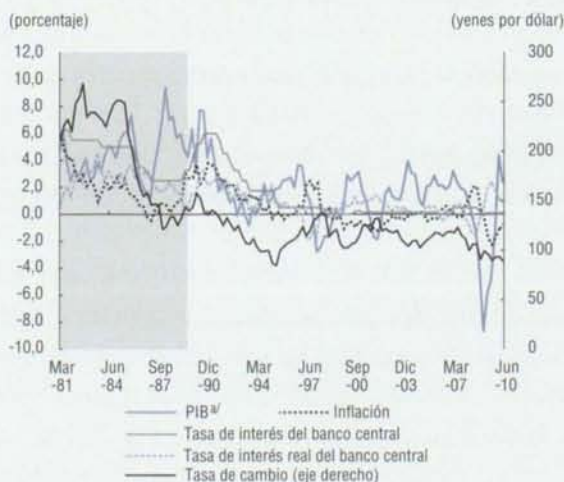
El primer caso es Japón, cuya economía tuvo una fase de crecimiento sostenido y una inflación estable en los años ochenta. La inflación pasó de alrededor de 23% en 1974 a una situación de estabilidad de precios a partir de 1987, lo cual tuvo un impacto positivo en las expectativas de los rendimientos reales de los proyectos de inversión y permitió a las autoridades niponas relajar su postura monetaria (Gráfico R2.1). El optimismo sobre la estabilidad de precios, las perspectivas económicas, una política monetaria laxa, el proceso de liberalización y la apreciación del yen debido a las entradas de capital favorecieron las presiones alcistas sobre los precios de los activos, generando una burbuja financiera durante la segunda mitad de los años ochenta. Entre 1984 y 1989 esto se tradujo en un incremento de más del 300% del índice accionario japonés (Nikkei) (Gráfico R2.2). Asimismo, el precio del suelo siguió un patrón similar, subiendo alrededor de 230%. Este com-

portamiento se acrecentó por el rápido aumento del crédito bancario que no estuvo acompañado por un fortalecimiento del marco regulatorio, prudencial y de supervisión.

Al iniciar los años noventa los precios de los activos financieros se desplomaron rápidamente, y la vivienda y el suelo lo hicieron más lentamente. Esto tuvo influencia sobre la actividad productiva, principalmente mediante dos vías: i) sobre el consumo por medio de la caída en la riqueza, y ii) sobre la inversión, a través del incremento de la prima de riesgo, que elevó los costos de financiamiento. Aunque las autoridades económicas hicieron bastantes esfuerzos, sus respuestas de política fueron tardías¹ y la economía se estancó durante dicho decenio, período al cual se le denomina la década perdida de Japón.

En esa década el banco central comenzó a reducir sus tasas de interés nominal con el fin de estimular la demanda interna, pero la economía entró en un período en el cual la

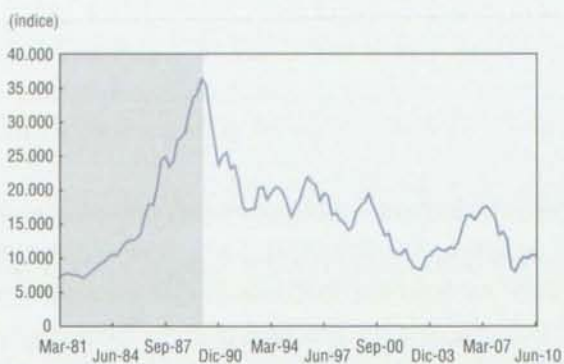
Gráfico R2.1
Principales variables económicas del Japón



a/ Crecimiento anual del PIB.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico R2.2
Precios de las acciones en Japón



Fuente: Bloomberg.

¹ En la segunda mitad de los años ochenta el banco central de Japón mantuvo una política monetaria laxa en medio de una burbuja bursátil, de vivienda y financiera, y solo comenzó a tener una política más restrictiva hasta finales de tal década, cuando elevó su tasa de interés 350 pb, hasta el 6% en 1990.

actividad real continuaba estancada y no respondía al estímulo monetario. Una situación en contra de la recuperación de este país fue la salida masiva de capitales, producto de la crisis asiática a mediados de los años noventa. Así, el banco central continuó estimulando la economía y condujo sus tasas de interés a cero por ciento, pero la economía no respondió de la manera esperada, entre otras razones porque el crédito no reaccionaba y, por el contrario, mostraba una contracción. Todo ello se agravó al observarse una fuerte caída en los precios, que elevó las tasas de interés real y agudizó la reactivación de la demanda, al tiempo que incentivó una fase de deflación.

Frente a esto, en 2001 la autoridad monetaria en Japón implementó un esquema de meta monetaria cuantitativa, la cual trataba de controlar el saldo de las cuentas corrientes de las entidades financieras en el banco central. También, ejecutó programas de compras de activos en problemas, que tenían a su cargo la banca privada y las instituciones financieras. Pese a todo lo anterior, el crédito no se pudo reactivar y la economía no pudo salir del círculo vicioso de deflación y estancamiento económico. En la actualidad, aunque la situación ha mejorado, ese país enfrenta graves problemas de deflación y su actividad económica sufre de una gran volatilidad.

Para algunos analistas, la poca efectividad de las políticas monetarias realizadas en Japón se debe a la falta de credibilidad en su banco central, ya que: i) no contaba con una meta explícita del nivel de precios o de la inflación durante los años noventa, por lo que no se pudo anclar las expectativas, y los precios continuaron cayendo, y ii) no planteó con suficiente claridad la implementación de las políticas no convencionales; por ejemplo, no había reglas claras sobre los precios a los cuales deberían ser valorados dichos títulos en problemas, así como la selección de los mismos y a cuáles entidades se les compraba.

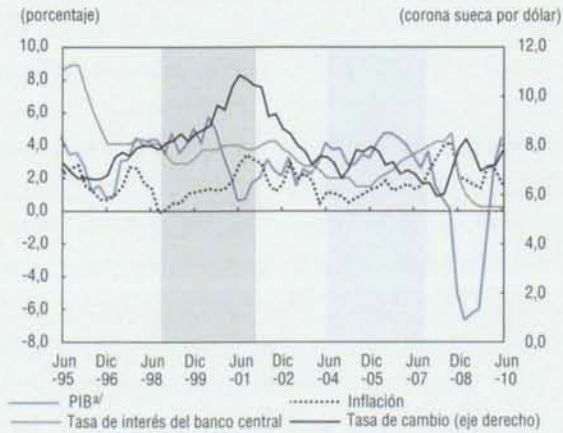
El segundo caso es Suecia, que en los años noventa enfrentó una fuerte crisis financiera y de tasa de cambio. En particular, esta crisis surgió en un entorno en el cual se estaban gestando varias políticas macroeconómicas, entre ellas: i) el respaldo de la política de tasa de cambio fija, ii) la desregulación del sector financiero, iii) la expansión de los niveles de crédito y iv) el suministro de préstamos a bajo costo para adquisición de vivienda y para estudios universitarios. La desregulación comenzó a mediados de los años ochenta, lo cual incentivó de forma importante la actividad económica por las facilidades de financiamiento y crédito. A principio de la siguiente década la tasa de desempleo se encontraba en niveles históricamente bajos y el mercado accionario estaba en auge. Al tiempo, la inflación permanecía controlada, la tasa de cambio real se apreciaba y no había consenso con respecto a si el crecimiento económico, que era mayor a su promedio, era sostenible (Gráfico R2.3). Todo esto también generó un auge en el mercado inmobiliario y se inició un proceso de expansión de la producción inmobiliaria residencial y comercial, que pre-

sionó aún más al alza los precios de los activos. Sin embargo, a mediados de los años noventa las tasas de ocupación de bienes comerciales comenzaron a caer, lo que empujó su precio hacia abajo y esto, a su vez, se extendió hacia otros activos como la vivienda y las acciones (Gráfico R2.4). De esta forma, similar a lo sucedido en los Estados Unidos o en Japón, el descenso en los precios de los activos condujo a una contracción de la actividad económica.

Contrario al caso japonés, las medidas para resolver la crisis financiera sueca son reconocidas por la comunidad internacional como un caso exitoso. Al presentarse la recesión, los bancos comerciales tenían un nivel de apalancamiento alto y sus balances fueron golpeados ante la

desvalorización de los activos. Entre las medidas económicas, además de otorgar liquidez al sistema bancario, las autoridades implementaron un programa en el cual separaban a cada entidad financiera en dos partes, una con activos "buenos" y la otra con los "malos". Las primeras continuaron operando con normalidad y con su mismo nombre, mientras que las segundas fueron enviadas a dos compañías de propiedad del Gobierno, cuya función era administrar dichos activos.

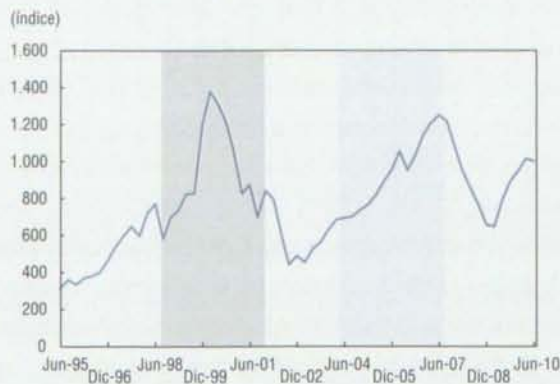
Gráfico R2.3
Principales variables económicas de Suecia



a/ Crecimiento anual del PIB.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico R2.4
Precios de las acciones en Suecia



Fuente: Bloomberg.

Cabe mencionar que el Estado sueco era dueño de buena parte de la banca, por lo que la respuesta y resolución de la crisis fue más rápida, ya que gozaba de cierto control sobre dichas instituciones. Así mismo, cuando el gobierno entró a garantizar algunos activos y a respaldar a la banca mediante inyecciones de capital, exigió fuertes controles en la parte regulatoria a esas entidades para evitar los problemas de riesgo moral y futuras pérdidas. Al tiempo, ejecutó planes de estímulo en los cuales ofrecía ayuda a los prestatarios con el fin de mejorar la calidad de sus créditos, el repago o la refinanciación de los mismos.

Como lo comentan Yorulmazer y Jackson (2008), entre los aspectos que permitieron que estas estrategias tuvieran éxito se encuentran: i) la transparencia en el proceso, ya que desde un principio los bancos reconocieron sus pérdidas esperadas y esto ayudó a preservar la confianza en el mercado; ii) la independencia financiera de las compañías administradoras de los activos dio credibilidad sobre la independencia política, y permitió una rápida respuesta frente a la necesidad de fondos, ya que no habría que esperar por una aprobación de recursos por parte del gobierno; iii) el mantener una disciplina de mercado y evitar las garantías excesivas, y iv) estimular planes sobre los flujos de crédito con el fin de recomponer la cartera nociva en el sistema financiero.

Así las cosas, lo que sugiere la evidencia internacional es que en situaciones donde la actividad económica se encuentra en niveles favorables, la inflación está controlada y se experimentan entradas de flujos de capital, es de suma importancia contar con políticas macroprudenciales que ayuden a mantener un sistema financiero sólido. En particular, a un banco central debería preocuparle un desalineamiento de los precios de los activos, ya que son una fuente importante de fragilidad financiera; sin embargo, esto no implica tener el control de estos precios entre sus objetivos. Algunos economistas opinan, siguiendo a Bernanke y Gertler (1999), que el monitoreo de los precios de activos solo debe ser parte de la decisión sobre la tasa de interés siempre y cuando afecten a las expectativas de inflación. Asimismo, deben generarse marcos regulatorios en los cuales se controlen los excesos de financiamiento y se realice un seguimiento a los niveles de apalancamiento y de morosidad, entre otros, para evitar riesgos sistémicos.

Con respecto a algunas economías emergentes, a diferencia de crisis anteriores, estos países sufrían menores desbalances macroeconómicos y contaban con mejores fundamentales al iniciar la crisis financiera de 2008. Ello permitió ejecutar políticas contracíclicas, elevando el gasto público y reduciendo las tasas de interés a niveles históricamente bajos con el fin de evitar caídas importantes de su actividad real. Luego de dos años de contar con estímulos fiscales y monetarios, en 2010 estos países han superado sus niveles de producción previos a la crisis y muestran una dinámica vigorosa junto con una inflación y sus expectativas controladas. Al tiempo, se han presentado fuertes entradas de capital,

una apreciación de sus monedas, una reactivación del crédito y una valorización importante de los activos, tanto financieros como en la vivienda.

En las circunstancias actuales, donde la inflación y sus expectativas son coherentes con la meta del banco central y el crecimiento cercano al potencial, la respuesta de política monetaria en un esquema de inflación objetivo puro sería mantener la postura monetaria sin cambios significativos, sosteniendo así la tasa de interés real en niveles bajos. Sin embargo, como se mencionó, el tener una política monetaria laxa por mucho tiempo puede generar riesgos, tales como: excesos de apalancamiento y desalineamientos en los precios de activos, más aún cuando se cuenta con la presencia de flujos de capital que aprecian sus monedas y, por tanto, exacerbando los desbalances.

Por lo anterior, muchos bancos centrales con régimen de inflación objetivo han optado por ampliar sus instrumentos y sus objetivos. Así, se ha planteado el *inflation targeting plus* o las políticas macroprudenciales, las cuales, además de los objetivos primordiales de estabilidad de precios y crecimiento sostenible, tienen en cuenta el comportamiento del sistema financiero mediante el monitoreo de los precios de los activos, los niveles de crédito y cartera de los bancos, entre otros, con el fin de evitar desbalances que generen burbujas, riesgo sistémico y excesos de apalancamiento.

Referencias

- 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?", FMI, Staff Position Note SPN/09/29.
- De Gregorio, J. (2010). "Comentario al libro: *Banking on the Future: The fall and rise of Central Banking*", diciembre.
- 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.
- Jackson, J. (2008). "The US Financial Crisis: Lessons From Sweden", CRS, Report for Congress.
- Obstfeld, M.; Rogoff, K. (2009). "Global Imbalances and the Financial Crisis: products of common causes", *CEPR*, documento para discusión, núm. 7606, CEPR.
- 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. (2010). "This Time is Different Chartbook: Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises", National Bureau of Economic Research (NBER), Documento de trabajo, núm. 15.815.
- Reinhart, C. M.; Rogoff, K. (2008). "¿Es tan diferente la crisis financiera de subprime en los Estados Unidos? Una comparación histórica internacional ["Is The 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison"]", MPRA, documento núm. 13.656, University Library of Munich, Alemania.

- Reinhart, C. M.; Rogoff, K. (2009). "The Aftermath of Financial Crises", National Bureau of Economic Research (NBER), *documento de trabajo*, núm. 14.656.
- Reinhart, C. M.; Rogoff, K. (2010). "From Financial Crash to Debt Crisis", National Bureau of Economic Research (NBER), *documento de trabajo*, núm. 15795.
- Shiratsuka, S. (2003). "Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability", *documento de discusión*, núm. 2003-E-15, Institute for Monetary and Economic Studies, Banco del Japón.
- Taylor, J. (2008). "The Financial Crisis and the Policy Responses: an empirical analysis of what went wrong", noviembre.
- Yorulmazer, T. (s. f.) "Lessons from the Resolution of the Swedish Financial Crisis", Federal Reserve Bank of New York.

RECUADRO 3 INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA

Cuando se han presentado fuertes flujos de capitales hacia países en desarrollo, sus sistemas financieros suelen ampliar los efectos de estos ingresos externos sobre la economía, mediante incrementos significativos en la oferta de crédito. Esta combinación, además de incentivar niveles no sostenibles de la demanda agregada, también puede causar burbujas en los precios de los activos. Si estos riesgos se materializan, los efectos posteriores pueden ser crisis financieras o de balanza de pagos.

De aquí la importancia de hacer un análisis permanente del efecto conjunto de aumentos abruptos de los flujos de capital, del crédito y de los precios de los activos sobre la estabilidad financiera de una economía. Ello motivó el trabajo de Tenjo y López (2010), donde se estudiaron las anteriores relaciones (en términos de brechas¹), para algunos países de América Latina. Los autores encontraron que en un 60% de los casos los flujos atípicos de capital anticipan con un rezago de un año las crisis financieras. El mismo porcentaje se obtuvo con el crédito (60%), pero esta variable dio una tasa más alta de señales falsas (da alerta pero la crisis no ocurre). La combinación de las dos variables tuvo el mayor poder de pronóstico (100%) de crisis financieras para un horizonte de dos o tres años, al tiempo que minimizó la relación ruido-señal².

¹ El término brecha se refiere a la diferencia entre la tendencia de largo plazo y el valor observado de una variable.

² Es decir, se obtiene con una alta probabilidad señales de alerta de crisis que terminan siendo ciertas.

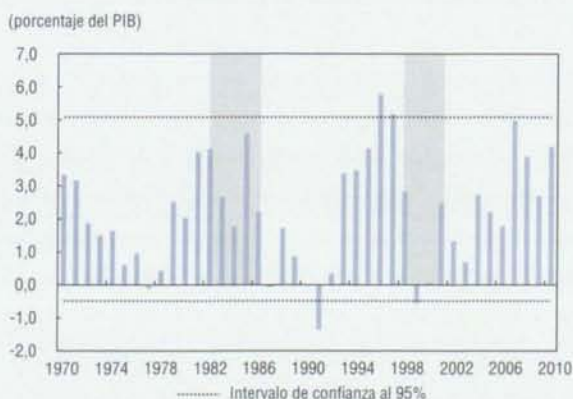
Para el caso colombiano, según el trabajo de Tenjo y López, la combinación de flujos de capital y de crédito anticipaba en 1997 la crisis financiera que terminó ocurriendo dos años después. Estas variables generaron la misma alerta en 2007, pero al parecer las políticas macroprudenciales, junto con la crisis internacional de finales de 2008 contribuyeron para que los flujos de capital y el crédito redujeran sus niveles. Cuando se actualizan los cálculos con la nueva información de 2010 los resultados no muestran señales de alerta temprana, a pesar de que las variables volvieron a presentar una tendencia creciente (Gráfico R3.1).

Con el propósito de tener una mejor estimación de las tendencias de largo plazo, el equipo técnico del Banco de la República analizó series más largas para el crédito y los flujos de capital en Colombia.

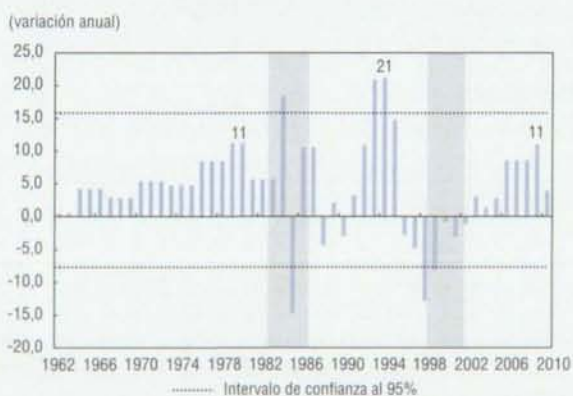
También se incluyó el precio de la tierra en Bogotá

Gráfico R3.1

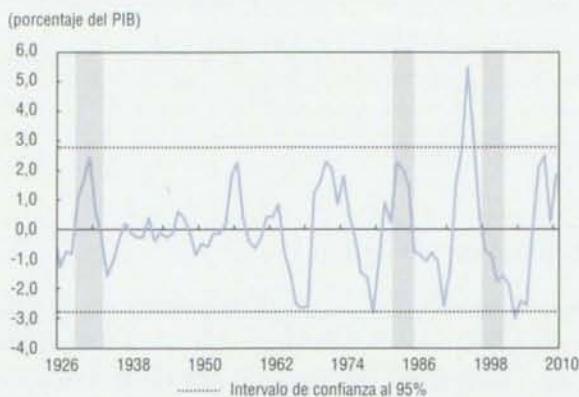
A. Flujos de capital sobre PIB



B. Crecimiento real del precio del suelo residencial



C. Ciclo de la cartera a PIB



Nota: las barras hacen referencia a períodos de crisis económicas.
Fuentes: Banco de la República y Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá.

(1962-2008), variable que no fue incluida en Tenjo y López. Para identificar los datos atípicos de las series, en cada una de ellas se calculó un intervalo de confianza, de tal suerte que los puntos fuera de dicha franja se consideraban estadísticamente altos o bajos.

El análisis estadístico muestra que cuatro años antes de la crisis financiera de 1999 los precios de la tierra en Bogotá ya registraban niveles atípicamente altos. Como en Tenjo y López, las brechas de flujos de capital y de crédito también presentaron señales de alerta, pero un año antes (desde 1996). Con respecto a la década pasada, estas variables muestran niveles elevados en 2007, pero a diferencia de Tenjo y López, no se ubicaron en el rango considerado como estadísticamente "atípico". Esta última conclusión también se obtuvo para 2010.

Por último, aunque predecir crisis económicas es difícil y todavía es objeto de investigación, la posibilidad de identificar comportamientos en variables que anuncian la presencia de vulnerabilidades en ciertos sectores les permite a las autoridades tomar medidas macroprudenciales para prevenir o contener crisis futuras.

Referencias

Tenjo Galarza, F.; López Piñeros, M. R. (2010). "Early Warning Indicators for Latin America", Borradores de Economía, Banco de la República, núm. 608, junio.

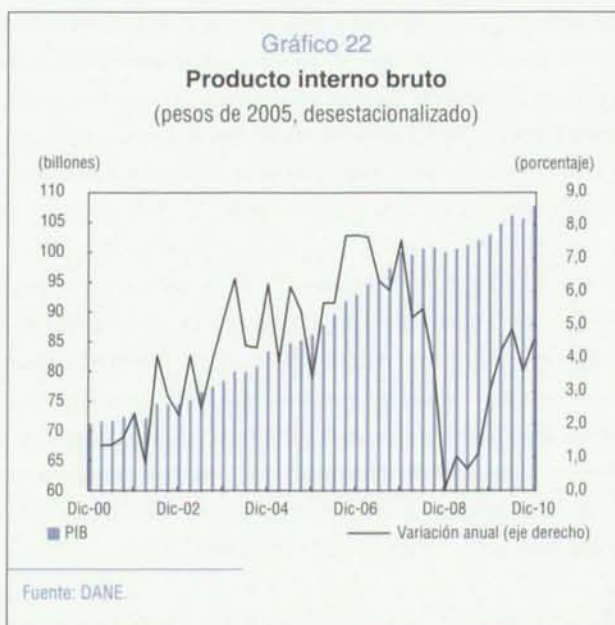
³ Fuente: Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá. Serie construida a partir de los documentos históricos de la institución. El índice es de tipo encadenado y se construyó agregando las diferentes zonas de avalúo según el valor de cada zona (precio avalúo por área). Debido a su alta correlación con el índice de precios de la vivienda usada (IPVU), los años 2009 y 2010 se estimaron con la variación de este último índice.

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS EN 2010 Y PERSPECTIVAS

A. Actividad económica

Luego de dos años consecutivos de registrar crecimientos bajos, en 2010 la economía colombiana se expandió a una tasa cercana a su promedio histórico. De acuerdo con las más recientes cifras oficiales, el PIB en términos reales creció 4,3%, impulsado principalmente por la demanda interna. Así, durante el año pasado la inversión en capital fijo y en especial el consumo de los hogares contribuyeron en gran medida a brindarle al PIB una dinámica que no se observaba desde finales de 2008, cuando estalló la crisis financiera internacional (Gráfico 22).

Con un buen desempeño del consumo de los hogares a lo largo de todo el año como telón de fondo, el crecimiento del PIB, sin embargo, no fue uniforme en el transcurso del año. Durante el primer semestre la economía se expandió a una tasa promedio de 4,5% anual, impulsada en buena medida por significativas expansiones del consumo del Gobierno y de la inversión en obras civiles. En el segundo semestre, por su parte, el crecimiento fue dispar, observándose una desaceleración en el ritmo de expansión anual en el tercer trimestre, que se revirtió en el



cuarto, volatilidad asociada, principalmente, al comportamiento del sector de la construcción. Adicionalmente, en el segundo semestre la fuerte temporada invernal afectó en alguna medida la producción agrícola, ganadera y minera, así como el transporte de mercancías destinadas al comercio internacional.

En general, el PIB colombiano creció en 2010 en el marco de una recuperación mundial con condiciones que continuaron favoreciendo a las economías emergentes. Factores como los altos precios de las materias primas contribuyeron para que las exportaciones nacionales mostraran nuevamente un crecimiento positivo, mientras que las aún bajas tasas de interés en los países desarrollados y la baja percepción de riesgo coadyuvaban para que el país continuara contando con amplios recursos de inversión extranjera directa (IED). Estos factores se aunaron a otros en el ámbito interno como la mejoría en la confianza de los agentes, las bajas tasas de interés internas, la alta disponibilidad de crédito y la recuperación del mercado laboral.

1. Crecimiento del PIB por tipo de gasto en 2010

El crecimiento del PIB en 2010, como se mencionó, fue jalonado por la dinámica de la demanda interna y, en particular, por el desempeño del gasto privado. Este comportamiento confirmó las proyecciones presentadas en el pasado informe en el sentido de que durante 2010 la expansión de la economía colombiana contrastaría con la observada en 2009 cuando, en el marco del programa fiscal contracíclico, las mayores contribuciones al crecimiento del PIB provinieron del consumo público y de la inversión en obras civiles¹¹.

¹¹ Aquellas tienen un importante componente público.

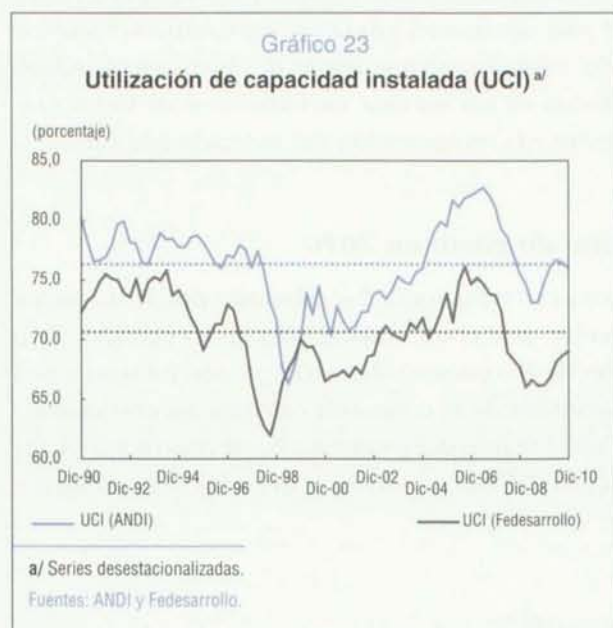
Así las cosas, en 2010 el consumo de los hogares creció a una tasa levemente mayor que su promedio histórico y considerablemente más alta que la del año anterior (Cuadro 1). Esta aceleración en el gasto de los hogares se explicó por el mantenimiento de las condiciones macrofinancieras favorables que comenzaron a observarse desde 2009 y cuyos efectos rezagados aún se sienten. Entre ellas se destacaron la baja inflación y los efectos sobre las tasas de interés de mercado de una política monetaria amplia.

Al mismo tiempo, durante 2010 el sistema financiero continuó mostrando solidez y estuvo en capacidad de satisfacer la demanda de crédito por parte de los hogares. Por consiguiente, los consumidores contaron con abundancia de fondos prestables que destinaron en buena medida para la compra de bienes durables, ubicando así el crecimiento de este tipo de gasto en tasas equiparables con las máximas históricas. Por su lado, la contribución del consumo en bienes no durables y servicios, aunque más moderada, no dejó de ser significativa, dada la gran participación que tienen estas compras dentro del consumo total.

El consumo del Gobierno también mostró una aceleración en su crecimiento, pero con una contribución relativamente baja con respecto a la de su contraparte privada. El consumo público en el primer semestre de 2010 registró una tasa de expansión que puede considerarse alta (5,2%) pero que no se mantuvo durante el segundo, cuando sólo creció 4,2% convergiendo a la tasa promedio que ha registrado desde 2000.

La inversión en capital fijo, por su parte, tuvo una mejora significativa con respecto al pobre desempeño registrado en 2009, convirtiéndose en el segundo agregado de mayor contribución al crecimiento del PIB, después del consumo de los hogares. La evolución de la inversión en capital fijo se explicó por la recuperación de la inversión destinada a la industria, representada en compras de maquinaria y equipo de transporte.

Durante buena parte de 2010, pero principalmente en el segundo semestre, los industriales y empresarios comenzaron a recomponer y a actualizar su aparato productivo, coincidiendo con la recuperación en el uso de la capacidad instalada, la cual se situó en niveles cercanos al promedio de largo plazo (Gráfico 23). Estas decisiones se reflejaron en una fuerte aceleración en la importación de bienes de capital, pero también en un repunte en su producción nacional.



El crecimiento de la inversión en capital fijo se vio frenado,

sin embargo, por la modesta dinámica del gasto en obras civiles y por la caída en la construcción de edificaciones. En todo 2010 la inversión en obras civiles mantuvo un nivel similar al de 2009, el cual no obstante, puede considerarse alto, pues duplica el registro previo a la crisis reciente. La inversión en construcción de edificaciones, por su parte, completó dos años presentando caídas, lo que es preocupante sobre todo si se tienen en cuenta los encadenamientos que genera esta actividad y el hecho de que en años anteriores alcanzó a registrar tasas de crecimiento del orden del 20%.

A su vez, en este año se presentó una acumulación de inventarios que ubicó su nivel en valores que podrían considerarse como adecuados de acuerdo con la historia de esta serie. Gracias a ello y al comportamiento señalado para la inversión en capital fijo, la inversión total se expandió a una tasa significativa y recuperó ampliamente el terreno perdido durante la crisis financiera.

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

	2008	2009	2010				2010 Año completo
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Consumo total	3,5	1,4	4,2	4,7	4,2	4,6	4,4
Consumo de hogares	3,5	0,9	4,0	4,2	4,2	4,9	4,3
Bienes no durables	2,7	1,3	1,6	1,3	1,4	2,0	1,6
Bienes semidurables	2,0	(3,7)	12,9	16,5	16,0	17,2	15,7
Bienes durables	2,2	(5,9)	10,8	23,5	17,2	34,6	21,1
Servicios	4,2	2,2	2,7	2,4	3,7	4,1	3,2
Consumo final del Gobierno	3,3	3,5	4,6	5,7	4,3	4,1	4,7
Formación bruta de capital	9,2	(3,0)	14,5	10,7	11,4	7,9	11,0
Formación bruta de capital fijo	9,9	(0,8)	5,3	7,3	5,6	10,2	7,1
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	3,9	2,2	1,9	2,8	0,0	0,3	1,2
Maquinaria y equipo	15,0	(13,0)	(0,8)	26,2	26,4	22,8	17,9
Equipo de transporte	(0,3)	(7,2)	7,8	16,2	28,9	26,7	20,2
Construcción y edificaciones	13,2	(4,3)	(0,4)	(15,7)	(5,7)	8,8	(3,7)
Obras civiles	6,6	15,5	13,0	18,0	(5,6)	4,1	7,2
Servicios	2,4	0,1	(0,5)	3,5	10,0	3,9	4,2
Variación de existencias	(26,9)	(124,1)	(156,1)	(61,8)	1.152,0	(19,1)	(1.033,2)
Exportaciones totales	4,5	(2,2)	(4,1)	3,1	2,4	7,8	2,2
Importaciones totales	10,5	(7,3)	5,3	18,1	20,5	15,4	14,7
PIB	3,5	1,5	4,2	4,9	3,6	4,6	4,3

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su lado, el comercio exterior mostró una recuperación acorde con la mayor demanda mundial. En 2010 se registraron crecimientos tanto en las exportaciones como en las importaciones, pero con estas últimas expandiéndose a una tasa superior. De esta forma, el déficit comercial se amplió y, por tanto, en el neto el comercio internacional contribuyó negativamente al crecimiento del PIB (Cuadro 1).

Con respecto a las importaciones se destacó la dinámica de la adquisición de bienes de consumo duradero, materias primas y bienes de capital, en su orden. Por el lado de las exportaciones se registró un buen desempeño de las ventas de productos tradicionales, en particular del sector minero (con excepción de las de carbón, que mostraron un crecimiento bajo), mientras que las de productos no tradicionales cayeron levemente. La temporada invernal de finales de 2010 también pudo haber golpeado el comercio exterior debido a los cierres de vías que impidieron u obstaculizaron la comunicación entre los centros de producción y distribución y los principales puertos.

2. Crecimiento del PIB por ramas de actividad en 2010

En 2010 las ramas de actividad que contribuyeron en mayor medida a la expansión del PIB fueron la minería y el comercio (Cuadro 2). En el caso de la primera, al igual que en los dos anteriores años, su crecimiento fue explicado principalmente por el continuo aumento de la producción petrolera, que siguió beneficiándose de las importantes inversiones efectuadas en el sector, incentivadas, entre otros factores, por un precio del petróleo en niveles relativamente altos. Cabe decir que aunque este comportamiento fue el más alto en diez años, en el segundo semestre el registro estuvo afectado por la ola de intensas lluvias, que redujo la producción de carbón y otros minerales no metálicos, los cuales habían mostrado un dinamismo importante en el primer semestre.

En el caso del comercio, el buen desempeño del sector se debió en buena parte al segmento minorista, que reflejó el dinamismo del consumo de los hogares. Las ventas al por menor crecieron 13% en términos reales en todo el año, una tasa sólo comparable en los últimos años con la de 2006, cuando la economía estaba en auge. Las ventas minoristas estuvieron jalonadas principalmente por la compra de automóviles y electrodomésticos, incentivadas por una tasa de interés baja, la buena disponibilidad de crédito y la apreciación de la moneda, la cual promovió la compra de bienes durables importados. En este sector las subramas de restaurantes y hoteles también fueron afectadas por el intenso período de lluvias, ya que este fenómeno disminuyó la ocupación hotelera, la cual había venido mostrando buenos registros a lo largo del año.

Otros sectores que también aportaron al crecimiento de la economía en 2010 fueron la industria, los servicios financieros, de alquiler de vivienda y a las empresas, y los servicios sociales, comunales y personales (Cuadro 2). En el caso de la producción industrial se observó un comportamiento mixto en el año: mientras que en el primer

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

	2008	2009	2010				2010 Año completo
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(0,4)	(1,1)	(3,1)	0,3	(1,4)	4,2	(0,0)
Explotación de minas y canteras	9,7	11,4	12,9	14,9	9,8	7,0	11,1
Industria manufacturera	0,5	(3,9)	4,8	7,9	3,2	3,8	4,9
Electricidad, gas y agua	0,5	2,9	8,3	3,8	(0,7)	(2,0)	2,2
Construcción	8,8	8,4	9,9	(0,8)	(7,1)	6,7	1,9
Edificaciones	13,3	(1,7)	0,9	(15,2)	(6,8)	9,3	(3,3)
Obras civiles	4,2	20,1	14,9	12,9	(7,7)	6,1	6,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	3,1	(0,3)	4,9	5,0	6,5	7,6	6,0
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,6	0,4	2,6	4,4	7,2	5,1	4,8
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	4,5	1,8	1,7	3,0	3,2	2,9	2,7
Servicios sociales, comunales y personales	2,6	2,7	4,1	4,4	3,9	3,8	4,1
Subtotal valor agregado	3,5	1,9	4,3	4,7	3,3	4,2	4,1
Impuestos menos subsidios	4,4	(3,3)	2,9	6,6	7,3	8,0	6,2
PIB	3,5	1,5	4,2	4,9	3,6	4,6	4,3

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

semestre se registraron guarismos de crecimiento altos, favorecidos en parte por una base de comparación baja tras su fuerte caída en 2009, a partir de la mitad de año la producción creció a tasas menores. En términos generales, el sector siguió evidenciando la dificultad de consolidar un proceso de sustitución del mercado venezolano luego del colapso del comercio binacional. Lo anterior se hizo notorio al observar que el repunte de la producción estuvo jalonado básicamente por el dinamismo de las ventas al mercado interno (que crecieron 5%, frente a 1% de contracción de las ventas externas).

En cuanto a los servicios financieros, de alquiler de vivienda y los prestados a las empresas, a pesar de mostrar una expansión relativamente moderada, su contribución fue notable dada su creciente participación en el PIB (20%). Aunque el crecimiento del sector obedeció principalmente al continuo dinamismo de los servicios a las empresas, en particular los de publicidad y de arrendamiento de maquinaria, se debe

anotar que los servicios financieros también se expandieron, gracias al dinamismo de la demanda por crédito en un contexto donde la banca local mantuvo activa la oferta. Por su parte, los servicios sociales, comunales y personales crecieron de la mano de los asociados con los sectores salud, entretenimiento y servicios prestados por el Gobierno.

Las ramas con un pobre desempeño en el 2010 fueron la construcción y la agropecuaria (Cuadro 2). En el primer caso, su comportamiento obedeció a la caída de la construcción de edificaciones, que contrastó en buena parte del año con el desempeño sobresaliente que mostraron algunos de los indicadores de actividad económica asociados (v. g. cartera hipotecaria, producción de cemento, entre otros). Este hecho obedeció a varios factores: en primer lugar, la construcción de vivienda fue dinamizada en mayor proporción por el segmento de interés social, el cual genera en términos relativos un valor agregado menor que el de otras edificaciones; en segundo lugar, en buena parte del año un número importante de proyectos se encontraban en su fase de excavación y cimentación, la cual, aunque demanda más cemento, tiene una incidencia tres veces menor en la creación de valor agregado que la de una fase como acabados, y en tercer lugar, las lluvias pudieron retrasar la ejecución de algunas obras al finalizar el año, lo que habría mermado la actividad del sector, sin que ello necesariamente haya afectado los pedidos de cemento o el crédito hipotecario.

En lo que respecta al sector agropecuario, el estancamiento de su producción obedeció, en gran medida, a la contracción registrada por las actividades agrícolas sin café. Entre ellas se destacan las asociadas con cultivos transitorios como los de cereales, tabaco, legumbres y tubérculos, los cuales se vieron afectados sobre todo al finalizar el año por el comienzo de las fuertes lluvias. Por su parte, aunque la producción de café mostró alguna recuperación frente a la caída registrada en 2009, esta fue bastante menor que la esperada, en buena parte por el aumento en la incidencia de problemas fitosanitarios (v. g. roya) y porque las lluvias afectaron el proceso de secado del café. Estos hechos, que no estaban considerados ni en las estimaciones gremiales ni en las de los analistas, impidieron que el café contribuyera al crecimiento del sector en la proporción prevista un año atrás.

3. Perspectivas de la actividad económica para el año 2011

Los pronósticos más recientes de crecimiento económico para 2011, que tienen en cuenta la información de alta frecuencia de los indicadores coincidentes y líderes disponibles para los primeros meses del año, prevén una leve aceleración de la tasa de expansión del PIB con respecto a la observada en 2010. De esta forma, el rango de proyección se ubica entre 3,5% y 5,5%, siendo más probable un dato puntual ubicado alrededor de la mitad del intervalo.

Estos pronósticos consideran varios factores que podrían afectar el desempeño de la economía colombiana a lo largo del año y que están representados en la coexistencia

de riesgos tanto a la baja como al alza. En primer lugar en el frente externo, con respecto a los riesgos alcistas, la proyección tiene en cuenta que los precios de las materias primas podrían seguir siendo altos, tanto por los incrementos en la demanda mundial por este tipo de bienes como por la sucesión de choques de oferta transitorios originados en factores climáticos. Este comportamiento seguirá favoreciendo los términos de intercambio de economías emergentes como la colombiana, lo que implicaría un efecto positivo sobre el ingreso disponible. Por el lado de los riesgos a la baja, la proyección tiene en cuenta los relacionados con la recuperación de la economía mundial. Entre ellos la tensión que aún se conserva en los mercados financieros, el incierto desenvolvimiento del problema de la deuda en algunos países europeos y la reacción de las economías ante la retirada gradual de las ayudas monetarias. Todo esto lleva a contemplar cierto grado de incertidumbre en los pronósticos sobre el comportamiento de la demanda externa.

En segundo lugar, se espera que las condiciones macroeconómicas y financieras internas sigan siendo propicias y que las labores de reconstrucción tras los estragos de la ola invernal brinden un estímulo extra a la actividad económica. Así, por ejemplo, durante 2011 la economía seguiría contando con bajos niveles de tasas de interés, que continuarían estimulando la demanda por crédito, y con un sistema financiero sólido dispuesto a satisfacer esta mayor demanda. Por su parte, se proyecta un comportamiento de los precios acorde con la meta de inflación para 2011 (entre 2% y 4%), lo cual no debería implicar deterioro alguno en la capacidad de compra de los agentes. Estos factores contribuirán a mantener la confianza de los agentes en niveles relativamente altos, similares a los observados antes de la crisis internacional.

En particular, por tipo de gasto se prevé que sea el consumo de los hogares el rubro que más contribuya a la expansión de la economía. Tal como ocurrió en 2010, el gasto privado podría mostrar una expansión superior a su promedio histórico, impulsado en gran medida por las compras de bienes durables, entre ellos los automóviles. Sin embargo, se espera que las compras de este tipo de bienes muestren alguna desaceleración como resultado de la normalización de su crecimiento.

Una dinámica similar mostrará el consumo del Gobierno. El desempeño de este tipo de gasto estará influenciado esencialmente por dos factores: en primer lugar, los resultados del programa de atención y reconstrucción tras la ola invernal, los cuales en su fase de atención alimentaria, alojamiento y salubridad se verán principalmente en el primer semestre del año; en segundo lugar, por el gasto adicional asociado con la finalización de los mandatos de los gobiernos locales, elemento característico del ciclo político.

Para 2011 se proyecta, además, un buen comportamiento de la inversión en capital fijo. Este rubro mostraría una aceleración en su tasa de crecimiento por segundo año consecutivo y volvería a estar impulsado por la construcción de edificaciones y la inversión en obras civiles. La dinámica en estos dos agregados estaría asociada con

la recuperación de infraestructura y por la reubicación y reconstrucción de viviendas afectadas por las inundaciones del último trimestre del año pasado. Aunado a lo anterior, se espera para este año que la inversión destinada a la industria crezca a una tasa que, aunque sería levemente menor a la registrada en 2010, es significativa dada la participación que tiene este rubro dentro de la inversión en capital fijo.

En cuanto a los flujos comerciales, para el presente año se prevé una moderación en el crecimiento de las importaciones con respecto al año anterior, mientras que las exportaciones registrarían un importante repunte, aumentando a tasas similares a las más altas históricas, superando posiblemente el nivel máximo alcanzado en 2008. La dinámica de las ventas externas se vería influenciada, además de los mayores términos de intercambio, por una mejor dinámica de la demanda mundial y porque en el presente año los efectos de la caída de las ventas a Venezuela ya no serán iguales a los del año anterior, puesto que se espera que estas permanezcan en los bajos niveles ya alcanzados. Pese a lo anterior, el déficit comercial aumentaría, pues el nivel de las importaciones continuaría siendo mayor que el de las exportaciones.

Por otro lado, en lo que tiene que ver con el comportamiento de las ramas de actividad, los motores del crecimiento de 2011 vendrán dados por la construcción, el comercio y, al igual que en los tres años anteriores, la minería. En el caso de la construcción, se espera un importante repunte tanto por la reactivación de la generación de valor agregado por parte de la construcción de edificaciones como por el dinamismo que aportarán las obras de infraestructura luego de la debacle invernal. Por su parte, para la minería se espera que continúe la expansión gradual de la producción de petróleo, mientras que para el comercio se prevé que mantenga su dinámica conforme a lo que se espera en el consumo de los hogares ante las favorables condiciones macroeconómicas.

En resumen, el intervalo proyectado para el crecimiento económico de 2011 recoge buena parte de los factores tanto externos como internos que harán viable una tasa de crecimiento por encima de la de 2010. La presencia de presiones de demanda sobre los precios y la eventual respuesta de política monetaria dependerán en buena medida de la parte del intervalo donde el crecimiento observado se sitúe en el transcurso del año.

B. Mercado laboral

La información del año 2010 y de lo corrido de 2011 arroja algunas señales mixtas sobre el desempeño del mercado laboral. Por una parte, se observaron reducciones en la tasa de desempleo (TD) de las áreas urbanas, hecho que no sucedió en el área rural. Ello ocurrió de la mano de una desaceleración de la oferta laboral hasta mediados del año, tendencia que se revirtió a finales de 2010, indicando que aún persiste la entrada de nuevos agentes al mercado, especialmente en algunos segmentos de la población; sin embargo, la última información disponible presenta algunas tendencias

positivas de la creación de trabajo y sugiere que una recuperación sostenida de la economía puede prolongar los avances incipientes del mercado laboral.

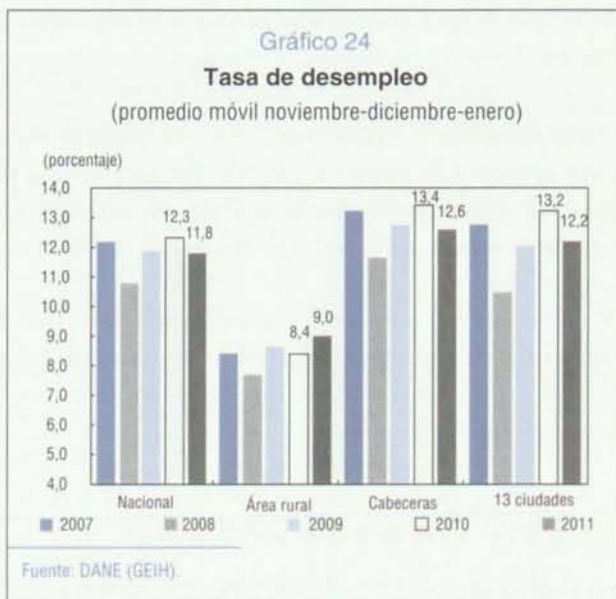
1. Desempleo

Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) la TD registró reducciones frente a lo observado del año anterior, las cuales se dieron con más fuerza en las cabeceras municipales (en particular en las trece áreas urbanas principales). De esta manera, entre noviembre de 2010 y enero de 2011 en promedio la TD del total nacional alcanzó el 11,8%, inferior a la cifra alcanzada hace un año (12,3%). En las cabeceras la TD fue de 12,6% en el mismo período, mientras que en las trece principales ciudades el registro fue de 12,2%, ambas significativamente menores que en 2010. En el área rural¹² la TD se incrementó de un año a otro, llegando a 9,0% en los tres meses terminados en enero (Gráfico 24).

Las series desestacionalizadas¹³ muestran tendencias similares, y se observa una TD que a lo largo de 2010 se redujo de manera importante en las áreas urbanas y de forma menos fuerte en el total nacional (Gráfico 25). Estos descensos solo se vieron interrumpidos en dos episodios. Primero, la TD de las trece áreas se incrementó en los meses de mayo a julio debido a un flujo

¹² En este informe se asocia al área rural con el dominio geográfico que el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) denomina "resto".

¹³ 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 mismo, por lo que no pueden compararse directamente valores para meses distintos dentro del mismo año. Por ello es conveniente analizar las series desestacionalizadas.



de agentes que entró al mercado e inicialmente no encontró trabajo, fenómeno que (como se anticipó en el anterior *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*) resultó ser temporal y que se corrigió en la segunda mitad del año.

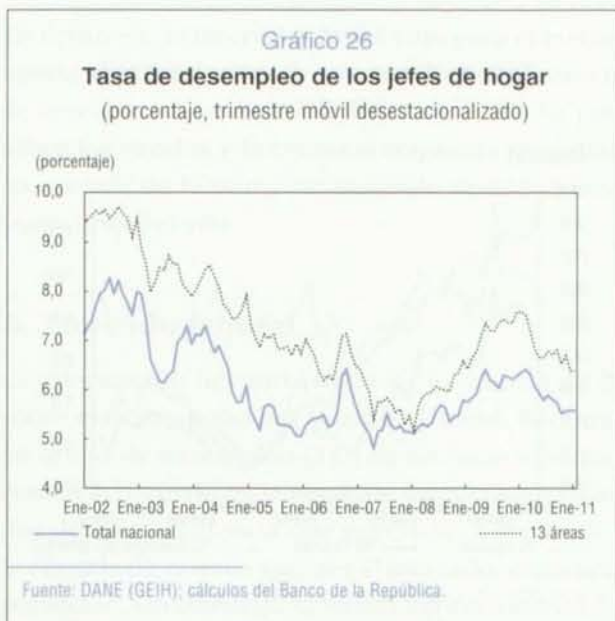
Segundo, la TD del total nacional mostró aumentos en los meses de noviembre y diciembre. Este fenómeno estuvo relacionado con el incremento del desempleo en el área rural (Gráfico 25), el cual cobija el 21,5% de la población económicamente activa del país. Como se mostrará en la siguiente sección, lo anterior sería el reflejo de los problemas generados por el fuerte invierno. Por ello, de concretarse una recuperación del sector rural y del agro, puede esperarse que el empleo en estas zonas regrese a sus tendencias normales y que el choque a la tasa de desempleo también resulte ser temporal. De hecho, la información disponible a enero parece indicar que ya comenzó a revertirse este fenómeno.

Intentando filtrar algunos de los efectos que tienen la entrada de agentes secundarios y los choques temporales, la TD de los jefes de hogar permite ver de manera más clara las reducciones que se dieron durante el año, mejoría que se observó tanto en las zonas urbanas como en el total del país (Gráfico 26).

Hacia los próximos meses puede esperarse que el mayor crecimiento económico esperado y la recuperación de la demanda interna continúe contribuyendo a descensos en las tasas de desempleo en los distintos grupos poblacionales y dominios geográficos.

2. Oferta y demanda de trabajo

Los movimientos de la TD están determinados por el comportamiento de la oferta (me-



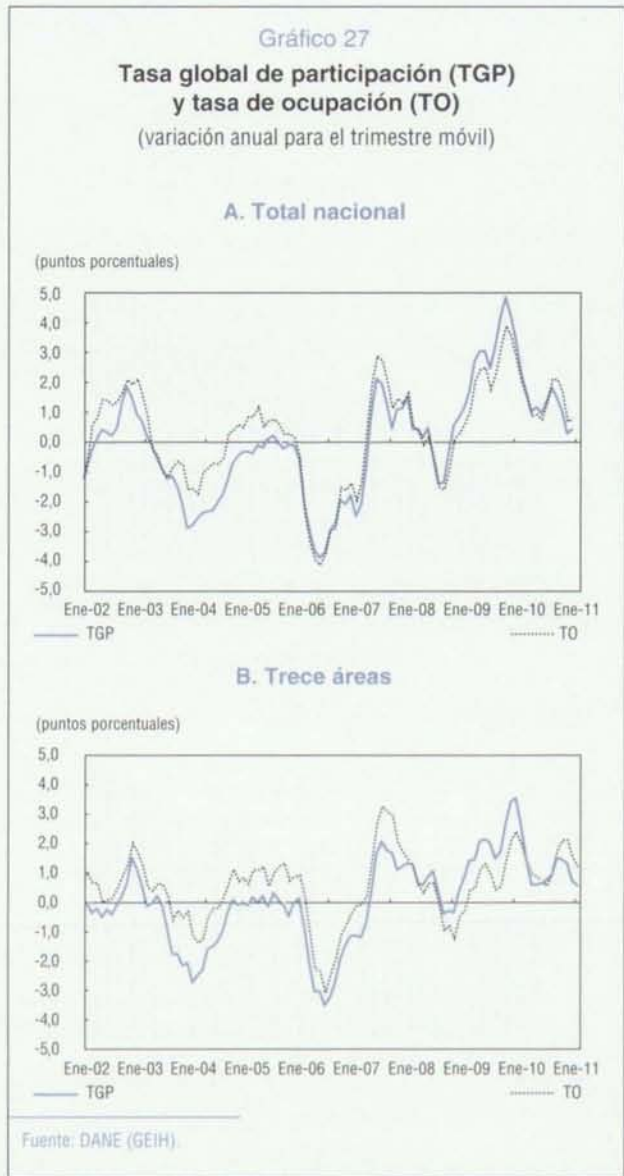
didada como la tasa global de participación [TGP]) y de la demanda de trabajo (medida con la tasa de ocupación [TO]). La dinámica de estas variables fue distinta en cada semestre de 2010.

En el primer semestre la oferta laboral se desaceleró significativamente tanto en el total nacional como en las áreas urbanas (Gráfico 27). Ello implicó una ruptura de la tendencia que se venía observando en 2009, cuando un importante flujo de personas entró al mercado buscando compensar el ingreso familiar que se había visto afectado con la crisis

económica. En consecuencia, la menor presión sobre el mercado laboral hasta mediados del año contribuyó a que el desempleo se redujera desde los altos niveles alcanzados en 2009.

En el segundo semestre la TD se redujo por una razón distinta: una aceleración significativa de la demanda laboral. Según la GEIH la creación de empleo se dinamizó desde junio de 2010, y el número de ocupados en el total nacional y en las trece áreas metropolitanas alcanzó niveles históricos hacia finales del año (Gráfico 28, paneles A y B). Cabe notar que esta dinámica fue más importante en las zonas urbanas, ya que en el total nacional el empleo perdió fuerza en el cuarto trimestre. Ello se debió a la destrucción de puestos de trabajo que se presentó en el área rural, la cual tuvo su punto más crítico en diciembre (momento de mayor intensidad del invierno) (Gráfico 28, panel C).

Al analizar la expansión de la demanda de trabajo en las trece áreas, puede notarse que en el tercer y cuarto trimestres la creación de empleo no solo se dio en el sector informal sino también en el formal¹⁴ (Gráfico 29), lo que implica una mejoría en la calidad, pues este último sector se había estancado durante 2008 y 2009, y había sufrido una contracción en el segundo trimestre de 2010. Una mirada más detallada muestra además que la formación de empleo formal se dio de manera más importante para personas con educación superior, mientras que los puestos de trabajo para los no calificados han crecido a un ritmo menor. De hecho, estos apenas superan los niveles de enero de 2009, lo cual evidencia que la recuperación económica no se ha visto



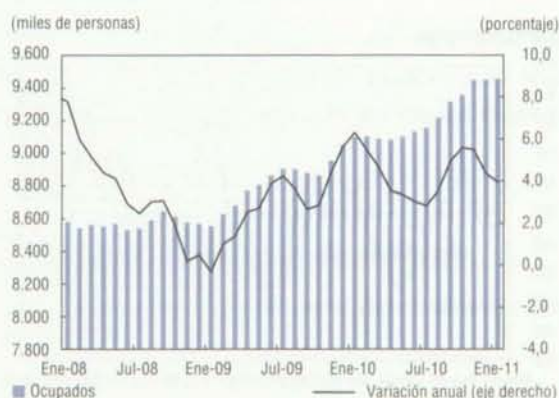
¹⁴ Según el DANE, la informalidad se define como el conjunto de empleados y patronos en empresas de menos de cinco trabajadores, así como los cuenta propia e independientes sin educación profesional, los empleados domésticos y los trabajadores sin remuneración.

Gráfico 28
Número de ocupados
 (trimestre móvil desestacionalizado)

A. Total nacional



B. Trece áreas



C. Área rural



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

reflejada en una demanda por trabajo formal para los poco educados (Gráfico 30).

Con respecto a la oferta laboral, en la segunda mitad del año esta también retomó su expansión, al menos temporalmente (Gráfico 27). Sin embargo, ello no se reflejó en un incremento de la TD pues, como se mencionó, el aumento de la demanda laboral fue aún mayor, de manera que se crearon empleos a un ritmo que superó la nueva entrada de agentes al mercado. Al examinar los determinantes de la reciente aceleración de la oferta laboral, surgen diversas explicaciones. Por un lado, a pesar de que la TD de los jefes de hogar descendió, la calidad y estabilidad del empleo de este grupo poblacional se vio afectada negativamente entre los meses de mayo y diciembre, como lo muestra el incremento en su tasa de subempleo (Gráfico 31). Ello podría haber llevado a que agentes secundarios del hogar siguieran entrando al mercado en busca de empleos complementarios. Lo anterior se evidencia en la TGP de agentes distintos al jefe de hogar, la cual se incrementó de manera continua hasta diciembre (Gráfico 31). Ahora bien, probablemente indicando una mejoría, en el mes de enero de 2011 el subempleo de los jefes de hogar cedió de manera significativa, que de continuar contribuiría a que la oferta laboral de agentes secundarios deje

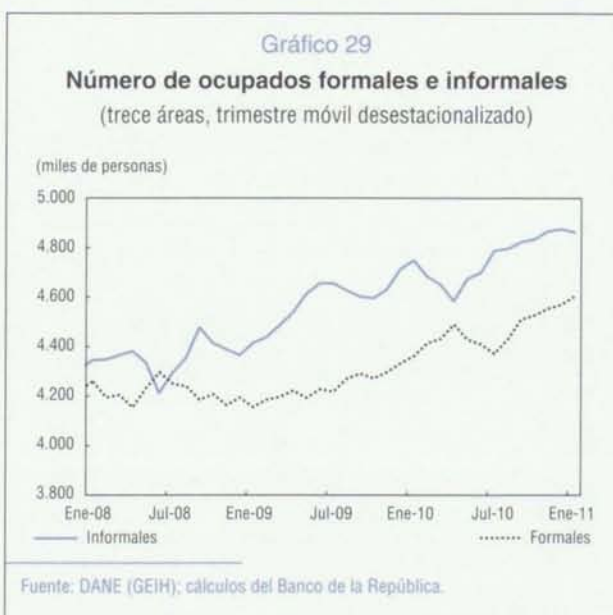
de presionar el mercado laboral en los próximos meses.

Por otro lado, la mayor oferta podría estar relacionada con la naturaleza de la creación de empleo. Como se mostró, existe una baja demanda de trabajos formales no calificados, hecho que estaría llevando a que agentes sin educación superior deban tomar trabajos informales, caracterizados por ser inestables y por tener incertidumbre con respecto a sus ingresos. Por tanto, la falta de acceso a los que podrían considerarse como empleos modernos para una parte importante de la población, estaría llevando a que una mayor cantidad de agentes secundarios entre al mercado para mantener el gasto del hogar, expandiendo así la oferta laboral¹⁵.

3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

La información disponible apunta a que la fuerte creación de empleo en las áreas urbanas no fue del todo de alta calidad, aunque esta situación puede estar cambiando desde finales de

2010. En primer lugar, como se mencionó, la informalidad ha venido aumentando, mientras que los trabajos formales han tendido a estar concentrados en los individuos calificados. Algunas conclusiones similares se deducen al descomponer el número de empleados entre ocupaciones asalariadas y no asalariadas. Hasta noviembre el empleo no asalariado presentó una expansión significativa, llegando a sus máximos históricos e igualando, o incluso superando, al empleo asalariado como el componente más

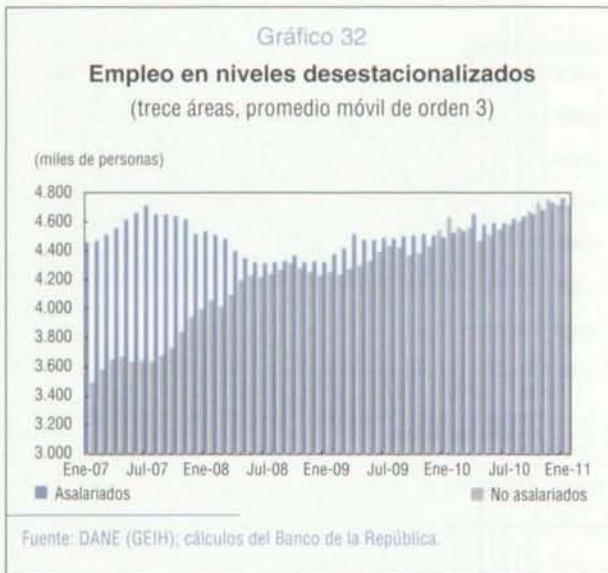


¹⁵ Para un análisis más detallado sobre los aumentos en la participación laboral en la segunda mitad de 2010 y sus determinantes, véase el Recuadro 4.



importante del trabajo en las áreas urbanas (Gráfico 32).

Por su parte, el empleo asalariado solo tuvo una recuperación leve y apenas superó los niveles de mediados de 2007 (Gráfico 32), indicando que la recuperación económica actual no ha logrado movilizar un número importante de trabajos de calidad. No obstante, en diciembre de 2010 y enero de 2011 la creación de empleo no asalariado se detuvo, mientras que el trabajo asalariado se recuperó en cierta medida. Ello se da en el contexto de expectativas positivas sobre el desempeño futuro de la actividad económica y de bajos ajustes salariales reales (Gráfico 33), por lo que puede esperarse que en 2011 este tipo de ocupación continúe mostrando un repunte, llevando a mayores incrementos salariales frente a los bajos niveles observados hoy en día.



A pesar de las recientes señales positivas sobre la calidad del empleo, hay indicios de que persisten algunas condiciones precarias en el mercado laboral. En primer lugar, mientras que en buena parte de 2010 hubo un flujo de personas que dejaron la fuerza laboral para realizar

estudios, en el cuarto trimestre esta tendencia se revirtió y se observó nuevamente un número de estudiantes que abandonaron su estudio y entraron a buscar trabajo activamente, perjudicando la acumulación de capital humano. Este hecho se ilustra en el Gráfico 34, el cual muestra que entre septiembre y diciembre el número de personas inactivas que se encontraban estudiando se redujo en términos anuales¹⁶.

¹⁶ Las personas inactivas son aquellas que, en edad de trabajar, no están ocupadas porque no necesitan, no pueden o no están interesadas en tener actividad remunerada. Una variación anual negativa implica

Adicionalmente, a enero continuaron entrando al mercado personas que solían realizar oficios del hogar. La experiencia colombiana ha mostrado que la entrada de este grupo de individuos al mercado está concentrada en las mujeres, y que los trabajos que encuentran son de baja calidad. Es por eso que este grupo poblacional fue el que más contribuyó a la creación de empleo a lo largo de 2010, y lo continuaba haciendo a principios de 2011 (Gráfico 35, panel A). Además, como se observa en el Gráfico 35, panel B, las mujeres encontraban trabajo con mayor facilidad en el sector informal, mientras que para los hombres la creación de trabajo formal fue casi dos veces más rápida que la de trabajo informal (Gráfico 35, panel C).

Finalmente, los indicadores de subempleo aún se encuentran en niveles históricamente altos, llegando en enero a 12,0% en el total nacional y 12,3% en las trece áreas. Por esto, a pesar de las reducciones en la TD, del crecimiento fuerte del empleo, y de las señales positivas que exhiben los datos disponibles más recientes, debe tenerse cautela al reconocer el progreso del mercado laboral, pues es probable que sólo una recuperación sostenida genere un

que quienes no necesitaban o no les interesaba participar de una actividad productiva comenzaron a ofrecer su trabajo.

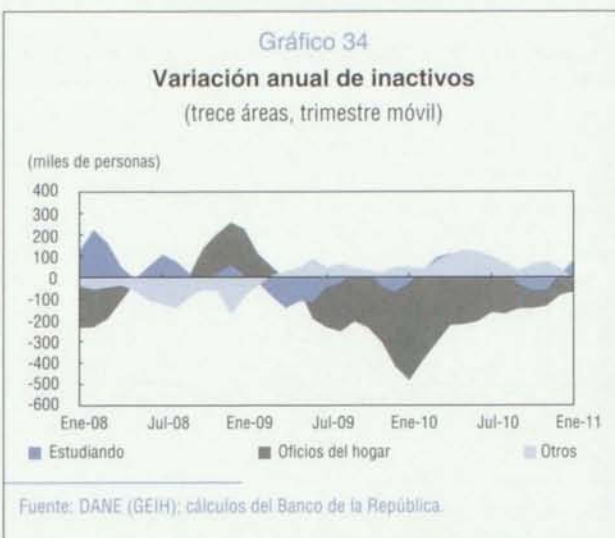
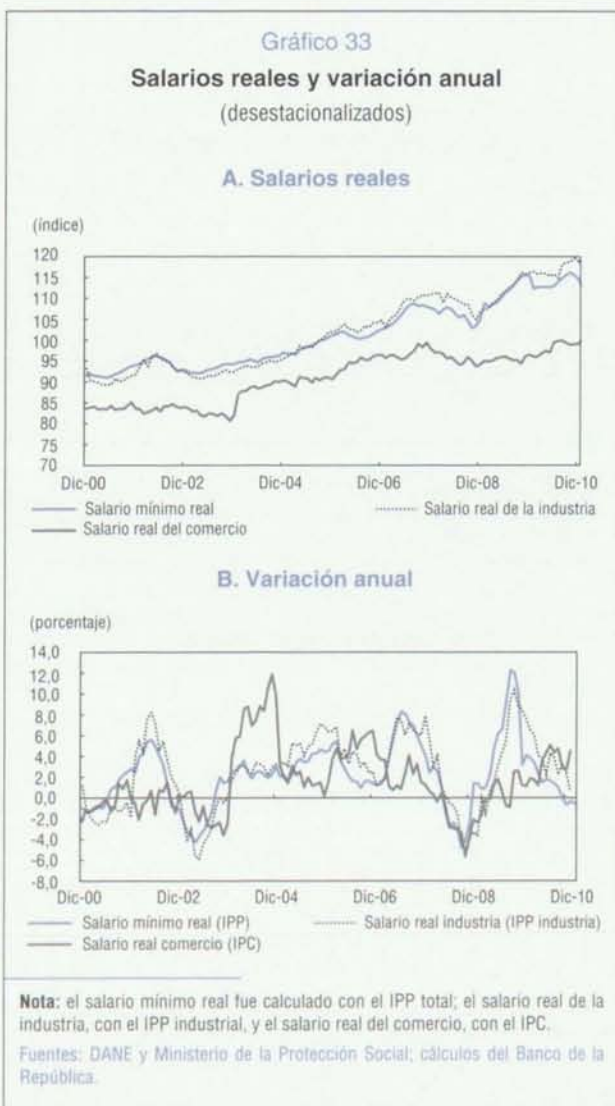
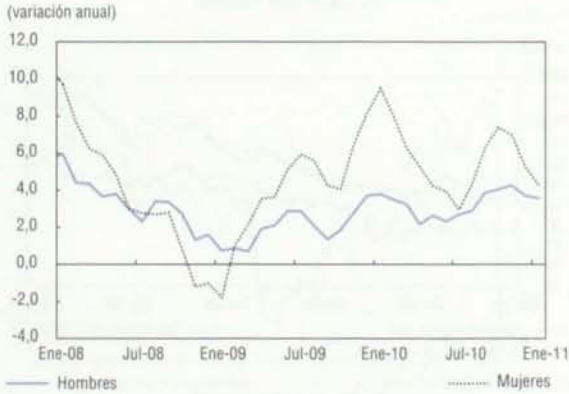


Gráfico 35
Empleo por género

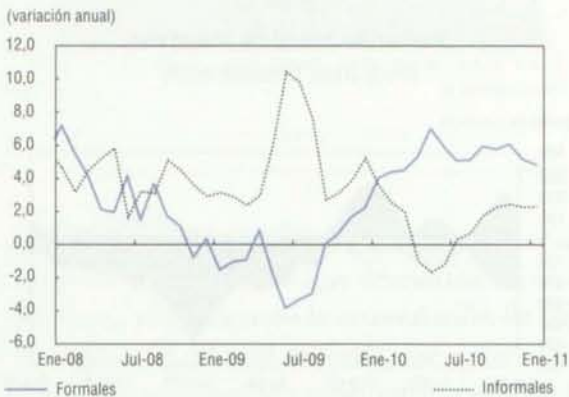
A. Creación de empleo por género



B. Tipo de empleo, mujeres



C. Tipo de empleo, hombres



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

avance importante en la creación generalizada de empleo de alta calidad.

C. Inflación

1. La inflación en 2010

En el transcurso de 2010 la inflación al consumidor se mantuvo dentro del rango meta definido por la Junta Directiva (de 2% a 4%), con una tendencia ascendente moderada a partir de un nivel bajo en el último trimestre del año, que en parte se explica por un choque imprevisto sobre los precios de los alimentos. El resultado a diciembre fue 3,17%, cifra cercana al punto medio del rango meta de largo plazo y superior a la del año 2009 (2,0%) (Gráfico 36).

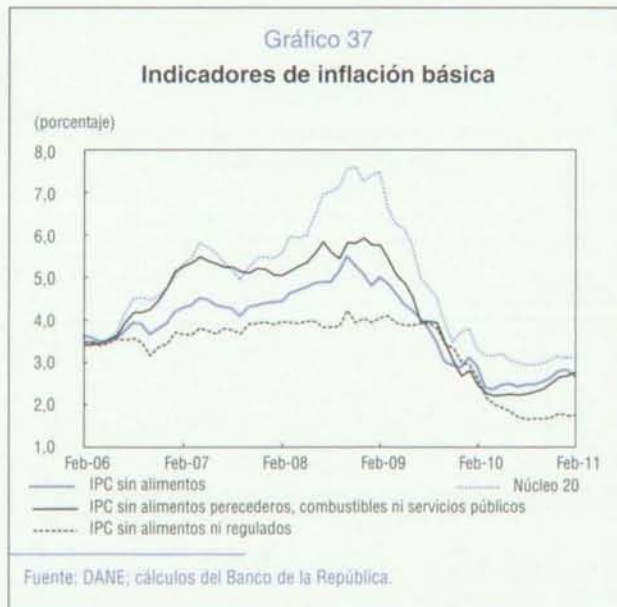
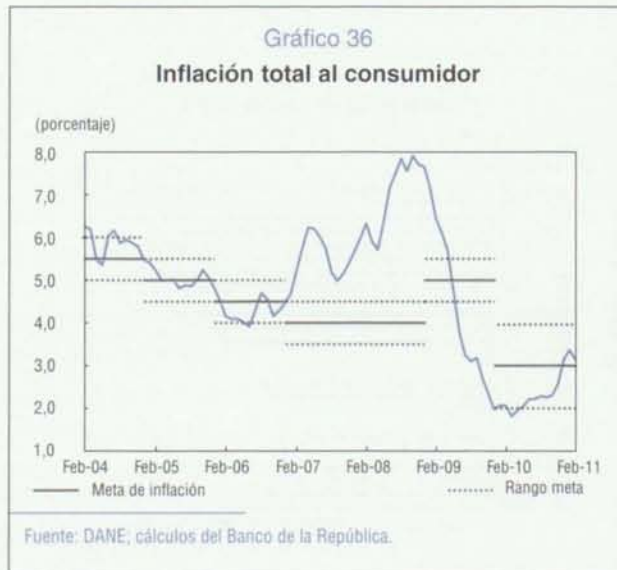
En términos generales, en este año se observaron pocas presiones sobre los precios provenientes de la demanda, del tipo de cambio, de los costos salariales y de las expectativas de los agentes, entre otros. Esto dio gran estabilidad a los diferentes indicadores de inflación básica, los cuales se situaron casi siempre en la parte inferior del rango objetivo. Es el caso de la inflación sin alimentos, que cerró el año en 2,8% y del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos ni regulados, que incluso permaneció por debajo del 2% (Gráfico 37). Para diciembre de 2010 el promedio de los indicadores utilizados

tradicionalmente por el Banco fue 2,6% frente a 3,1% para el mismo mes de 2009.

Dentro del IPC sin alimentos, la variación anual del segmento no transable (excluyendo regulados) disminuyó a lo largo del año, reflejando las escasas presiones de demanda y de costos observadas. Esto sucedió porque aunque la economía creció a una tasa similar a la promedio histórica, siguieron presentándose excesos de capacidad productiva en diversos sectores como el industrial. Además, el mercado laboral permaneció holgado, con una tasa de desempleo que se mantuvo en un terreno alto pese a la reducción observada. Por otro lado, las expectativas de inflación se mantuvieron ancladas dentro del rango meta y el dato bajo de la inflación registrado a finales de 2009 se tradujo en ajustes relativamente pequeños en los precios de varios servicios usualmente indexados, como arriendos, educación y salud.

Específicamente, en el caso del IPC de arriendos, cuya participación en el IPC total es significativa (18,6%), la baja inflación de 2009 se tradujo lentamente, y sobre todo a partir de la segunda mitad del año, en ajustes de menor magnitud: la variación anual de este ítem se redujo a partir de julio desde niveles de 4% y cerró 2010 en 3,2%, la cifra más baja en los últimos ocho años. Es posible que en 2010 el mercado de arriendos haya enfrentado una oferta todavía relativamente abundante en relación con su demanda, pese al poco dinamismo que presentó la construcción en los últimos dos años. Una evidencia al respecto es el aumento del tiempo requerido para arrendar una vivienda en Bogotá entre 2008 y finales de 2010 (Gráfico 38).

Por el lado del IPC de transables sin alimentos ni regulados, que está constituido por bienes de consumo durable y algunos servicios, los ajustes de precios fueron bastante





bajos y en no pocos casos se presentaron reducciones a lo largo del año. De hecho, la variación anual de este índice entró en terreno negativo a partir de abril y terminó en diciembre en $-0,3\%$ (Gráfico 39). Este comportamiento fue el resultado de la apreciación acumulada del tipo de cambio y probablemente también de caídas en precios internacionales de bienes manufacturados que enfrentaron una demanda mundial débil.

El ejemplo más evidente es lo sucedido con el IPC de vehículos, el cual decreció en todo el año y para diciembre acumulaba una caída anual de $3,4\%$. Algo similar sucedió con los precios de electrodomésticos y aparatos de comunicación, entre otros. Cabe señalar que el rubro de vehículos tiene actualmente una participación del $4,3\%$ en el IPC, siendo el tercer ítem de mayor importancia dentro de la canasta de los consumidores colombianos.

En 2010 las pocas presiones inflacionarias se originaron en los precios de los regulados y, en menor medida, en los precios

de los alimentos. En el primero de estos grupos la variación anual terminó el año en $6,6\%$, habiéndose situado por encima del techo del rango meta desde mayo (Gráfico 40). El principal factor alcista fue el de los precios de los combustibles y el gas domiciliario, que con alzas de cerca del 10% en todo el año resultaron presionados por el incremento del precio internacional de petróleo y la gasolina. Cabe recordar que en 2009 se había presentado una situación opuesta, permitiendo una caída del precio interno. Durante el año 2010 también hubo alzas de consideración ($9,1\%$) en las tarifas de energía eléctrica, debido al fenómeno de El Niño. La escasez de lluvias que se presentó a finales de 2009 y comienzos de 2010, como consecuencia de dicho fenómeno, se tradujo en incrementos en los costos de generación de energía.

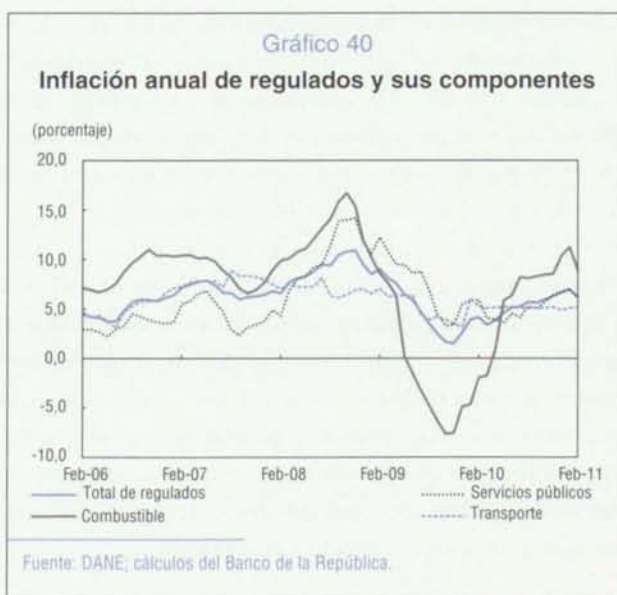
Los alimentos, por su parte, presentaron ajustes moderados durante gran parte del año, pero en el cuarto trimestre de 2010 las alzas fueron mayores debido al impacto que generó las intensas lluvias asociadas con la aparición del fenómeno de La Niña (Gráfico 41). Las alzas más fuertes se registraron en los precios de productos perecederos como las hortalizas, frutas y tubérculos, cuya oferta en los mercados urbanos resultó disminuida por las inundaciones en diferentes regiones productoras y por las dificultades de transporte.

Hacia finales de año también se comenzaron a observar alzas en los precios de alimentos importados como cereales y aceites, que estarían respondiendo a los repuntes de los precios internacionales desde mediados de año. La depreciación del peso entre noviembre y diciembre también debió haber desempeñado algún papel.

Cabe señalar que por razones propias al ciclo de la oferta agrícola desde hace varios trimestres se anticipaban alzas en los precios de los alimentos para finales de 2010 y comienzos de 2011; por tanto, los choques climático y de precios externos simplemente las habrían reforzado.

2. Perspectivas para 2011

Los choques climático y de precios internacionales podrían seguir afectando la inflación al consumidor en Colombia. Aun así, se estima que otros factores como la existencia de una tasa de cambio relativamente estable, algunos excesos de capacidad productiva por lo menos en la primera mitad del año, y un mercado laboral todavía holgado, hacen probable que la inflación termine el año dentro del rango meta establecido por la JDBR (de 2% a 4%).



Las restricciones a la oferta agrícola podrían seguir estimulando alzas en los precios de los alimentos perecederos que se trasladarían a la inflación total en el primer semestre del año. Sin embargo, en la medida en que se normalicen las condiciones climáticas y se desvanezca el fenómeno de La Niña, estas alzas deberán revertirse entre el primero y el segundo trimestres y el efecto sobre la inflación terminará siendo transitorio, como ha sucedido en el pasado.

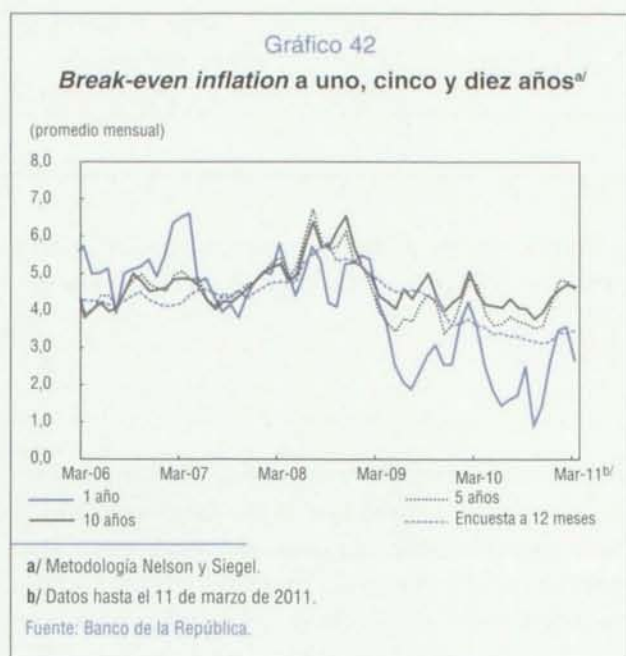
Una situación más complicada puede surgir de las presiones provenientes de los altos precios internacionales de los combustibles, los alimentos y otras materias primas como el algodón. Aquí los canales de transmisión son más complejos e involucran costos muy sensibles como los de transporte, que pueden terminar afectando las expectativas. No obstante, se considera que si los precios externos se mantienen en niveles cercanos a los observados hacia finales de 2010 y comienzos de 2011, las presiones sobre precios internos deberán ser moderadas y no acarrearán grandes riesgos para el cumplimiento de la meta.

Por tanto, es posible que la inflación al consumidor también aumente un poco en la primera mitad del año como consecuencia de los altos precios internacionales del petróleo y los alimentos, pero esta tendencia no deberá continuar en el segundo semestre, e incluso es posible que se revierta un poco hacia finales de año. Cabe señalar que la estabilidad esperada en el tipo de cambio debe contribuir a este resultado. Así mismo, no se esperan aumentos importantes de las expectativas de inflación por este concepto, siempre y cuando las alzas en precios internacionales no se prolonguen.

Por otro lado, el mayor crecimiento económico previsto, en especial de la demanda interna, no deberá traducirse en alzas de precios que pongan en peligro el cumplimiento

de la meta. Aunque se prevé la desaparición de los excesos de capacidad productiva hacia mediados de año, y el retorno a terreno positivo de la brecha del producto, esta circunstancia no debería repercutir seriamente en los precios en 2011, dados los rezagos con que opera este canal de transmisión.

De igual manera, pese a los aumentos recientes, las expectativas de inflación no han superado el techo del rango meta, con excepción de las de un horizonte de más de cinco años (Gráfico 42). En el mercado laboral los salarios se han estado



ajustando a tasas cercanas a dicho intervalo. Por ejemplo, el salario mínimo, de gran incidencia en la formación de expectativas y en la definición de los ajustes salariales de trabajadores de diverso grado de calificación, fue reajustado un 4%, una tasa un tanto mayor que en 2010, pero compatible con el rango meta.

Estos factores, más la estabilidad en el tipo de cambio, permiten anticipar una inflación de transables y no transables sin alimentos ni regulados muy similar a la observada en el año que acaba de pasar. Es posible que la inflación de transables deje de caer, pero esto sería compensado con una tendencia levemente decreciente en la inflación de no transables. Lo anterior, a su vez, deberá contrarrestar los choques exógenos descritos, manteniendo la inflación por debajo del 4% en la mayor parte del año, incluyendo el cuarto trimestre (Gráfico 43).

Hasta febrero los datos observados habían sido un poco más favorables que lo previsto tanto por el Banco como por el mercado y seguían siendo compatibles con el cumplimiento de la meta para finales de año. La inflación total al consumidor se situó en este mes en 3,17%, disminuyendo frente al dato de enero y retornando a los niveles de diciembre de 2010.

En los dos primeros meses de 2011 los aumentos se concentraron en los precios de varios alimentos, algunos afectados por el clima y otros de origen importado o transables. La variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados decreció un poco, en parte gracias a los arriendos, y la de transables se mantuvo en terreno negativo dadas las caídas en precios que se siguieron observando en bienes industriales como automóviles, electrodomésticos y aparatos de comunicación.

Con respecto a los alimentos conviene señalar que las cifras de los dos primeros meses muestran aumentos importantes en los precios de algunos productos perecederos, como frutas y hortalizas, que podrían obedecer a los efectos rezagados del choque climático sufrido a finales de 2010 y al comportamiento propio del ciclo de producción. Sin embargo, en otros alimentos perecederos (como tubérculos) estos efectos parecen haber sido superados sin grandes problemas y sus precios están cayendo desde finales de 2010, compensando los efectos alcistas de los otros grupos. Así las cosas, todo indica que el efecto sobre precios de la primera fase del fenómeno de La Niña ha sido bastante transitorio



y moderado. En cuanto a los alimentos afectados por precios internacionales, en los dos primeros meses se empezaron a observar ajustes mayores en algunos de ellos, de acuerdo con lo previsto.

Pese al buen desempeño de la inflación hasta febrero, los pronósticos para 2011 enfrentan algunos riesgos al alza, siendo quizá el más importante el proveniente de los aumentos en los precios internacionales del petróleo, los alimentos y otras materias primas. La transmisión de las presiones de estos precios hacia los costos ya se empezó a observar desde hace algunos meses, como lo evidencia la aceleración de la variación anual de los precios al productor entre julio del año pasado y febrero de este año (de 1,8% a 4,6%). Cabe señalar que en el período 2007-2008 se experimentó un aumento de la inflación en Colombia y en muchos otros países por razones similares, pues estos choques fueron de larga duración y se trasladaron ampliamente a las expectativas.

A la fecha los incrementos en los precios internacionales han sido el resultado tanto de reducciones de la oferta por problemas climáticos como de un acelerado crecimiento de la demanda mundial, en especial de la proveniente de los países emergentes (véase sombreado de la siguiente página). Si bien es factible esperar un alivio en el primer factor con el avance del año, es menos claro que se vaya a presentar una moderación en la demanda, por lo que las alzas en precios podrían continuar, superando los supuestos contemplados en los pronósticos de inflación del Banco. De ser este el caso, sería más probable que las expectativas de inflación aumentasen como sucedió en el pasado y que por esta vía se generase una transmisión hacia variables muy sensibles como salarios.

Por otro lado, para países exportadores de materias primas como Colombia, los incrementos en los precios internacionales tienden a producir aumentos en el ingreso nacional que, a su vez, mejoran las condiciones de la demanda interna, incluido el consumo. Así, por esta vía pueden tener una incidencia adicional permanente sobre la inflación, la cual no estaría contemplada plenamente en los pronósticos presentados.

Por todo lo anterior, y teniendo en cuenta que durante enero y febrero los precios internacionales de los *commodities* tendieron a situarse por encima de los niveles de finales de 2010, no se pueden descartar ajustes mayores que los contemplados en el escenario central de pronóstico en el caso de los precios internos de los combustibles y algunos alimentos. Estas alzas, de concretarse, tendrían algún impacto sobre la inflación de corto y mediano plazos y sobre las expectativas en Colombia. Así, a la fecha el riesgo es que la inflación se sitúe en la parte superior del balance de riesgo o *Fan chart* presentado en el Gráfico 43.

PRECIOS INTERNACIONALES DE PRODUCTOS BÁSICOS Y RESPUESTAS DE POLÍTICA

Permítanme hacer unos breves comentarios sobre la respuesta de política a los choques de oferta originados en cambios de los precios internacionales de los bienes básicos. Este tipo de choques es mucho más difícil de administrar que los choques temporales de oferta interna de alimentos, pues tienden a ser más persistentes y, en el caso del petróleo y la energía, impactan directamente a más sectores de la economía. Así mismo, en países productores de bienes básicos como Colombia, el incremento en los precios internacionales de esos productos eleva los términos de intercambio, el ingreso nacional y la capacidad de gasto y de endeudamiento.

[...] el incremento en los precios internacionales de los productos básicos tiene en gran medida su origen en factores climáticos (ej. destrucción de cosechas de Australia, Rusia y otros) y en aumentos en la demanda mundial por este tipo de productos. Mientras los efectos de los factores climáticos pueden tener cierto alivio en los próximos trimestres, la demanda mundial por estos productos (en especial de China e India) muy probablemente continuará siendo dinámica en los próximos años. Esto último parece ser la causa principal de los incrementos sin precedentes en los términos de intercambio de los países productores de bienes básicos, aumentos que se intensificaron a partir de 2004 y que solo tuvieron una breve interrupción entre el último trimestre de 2008 y el primer semestre de 2009.

¿Qué hacer ante estos casos? La respuesta a este interrogante es especialmente compleja y [...] a riesgo de ser excesivamente esquemático, quisiera simplemente resaltar cuatro mensajes:

- En el campo fiscal, no actuar como si estos precios fueran a estar altos de manera indefinida. Esto evita crecimientos exagerados del gasto o del endeudamiento, factores que pueden ser origen de profundas crisis cuando se reversion los precios de los productos básicos y se observen los tamaños de los déficits fiscales estructurales.
- En lo monetario, defender de manera explícita el ancla nominal de la política monetaria; esto es, la meta cuantitativa de inflación. Así mismo, ser cuidadoso con no sobreestimar los excesos de capacidad productiva o subestimar el grado de "recalentamiento" de la economía.
- En lo cambiario, flexibilidad. En la actualidad, tasas de cambio fijas o semifijas llevarían a importar una política monetaria que es fuertemente expansiva en los países industrializados. Esto se daría precisamente cuando la política monetaria en los países productores

de bienes básicos debe tener un sesgo contraccionista debido a las ganancias de ingreso asociadas con las mejoras en los términos de intercambio.

- En lo financiero, responder con medidas micro y macroprudenciales que combatan futuros desequilibrios financieros (p. ej. excesos en el crecimiento del crédito o incrementos injustificados en los precios de los activos).

D. Política monetaria, tasas de interés y sector financiero

1. Decisiones de política monetaria en 2010 y en lo corrido de 2011

En 2010 el Banco de la República mantuvo la política monetaria expansiva en el contexto de una tasa de inflación que se ubicó la mayor parte del año por debajo del punto medio del rango meta, lo que ayudó a mantener unas expectativas bajas de inflación. La tasa de intervención del Banco, que se situaba en 3,5% al comienzo de 2010, fue reducida en 50 pb en el mes de abril y se mantuvo baja y estable el resto del año, quedando en diciembre en un nivel de 3%. Esta decisión fue tomada en un contexto donde, aunque la economía se venía recuperando, la brecha del producto se mantenía negativa, lo que, aunado al buen comportamiento de la inflación y de las expectativas, permitía una política monetaria aún más expansiva sin comprometer la meta de inflación y la estabilidad macroeconómica.

Este bajo nivel de la tasa de intervención llevó a que las demás tasas también alcanzaran niveles históricamente bajos, lo que se reflejó en el comportamiento positivo de las carteras comercial, de consumo e hipotecaria del sistema financiero y, a su vez, incidió favorablemente en la recuperación de la demanda interna observada el año pasado. Durante ese año la principal fuente de suministro de liquidez primaria por parte del Banco de la República fue la compra de divisas, que ascendió a US\$3.060 m, con un efecto expansionista en la base de \$5.822 miles de millones (mm), el cual fue contrarrestado parcialmente por las ventas definitivas de TES por parte del Banco y por los mayores depósitos del Gobierno.

En lo corrido de 2011, con una demanda interna y crédito dinámicos, un crecimiento esperado cercano al de la tendencia, una inflación proyectada alrededor del punto medio del rango meta y las expectativas de inflación de largo plazo (cinco y diez años) por encima de la meta, la JDBR decidió incrementar en 25 pb la tasa de interés de referencia en dos oportunidades (25 de febrero y 18 marzo), situándola en 3,5%. A pesar del ajuste gradual, los actuales niveles de la tasa de política continuarán apoyando el crecimiento del producto y el empleo y seguirán contribuyendo a su sostenibilidad, al tiempo que mantienen la inflación dentro del rango meta.

2. Comportamiento de las tasas de interés durante 2010

a. Tasas de interés de mercado

La tasa de interés interbancaria a un día (TIB), se ubicó en 2,97% a finales del año, lo que representó una reducción de 8 pb en el año. Aunque la mayor parte de 2010 la TIB siguió la tasa de referencia, su caída fue menor, ya que al cierre de 2009 esta se encontraba por debajo de la tasa de política en 45 pb debido a la posición deudora neta del Emisor con el sistema

financiero. Este fenómeno se corrigió en el primer trimestre de 2010 con la apertura de las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) y con el mayor nivel de depósitos de la Dirección General del Tesoro Nacional (DGTN) en el Banco de la República (Gráfico 44).

Como se mencionó, en lo corrido de 2011 a marzo, la JDBR aumentó la tasa de interés de referencia en dos oportunidades, dejando su nivel en 3,5%. Este cambio en la postura monetaria ha sido seguido por la TIB, la cual ha presentado aumentos similares a los de la tasa de política (Gráfico 44).

En cuanto a las tasas de interés pasivas, en 2010 se redujeron en respuesta a la disminución de la tasa de interés de política. En particular, el nivel de la tasa de interés de depósito a término fijo (DTF) pasó de 3,92% en diciembre de 2009 a 3,50% un año después (-42 pb), mientras que la tasa de captación de certificados de depósito a término (CDT) se redujo de 4,21% a 3,57% (-64 pb) durante este mismo período¹⁷ (Gráfico 45, panel A).

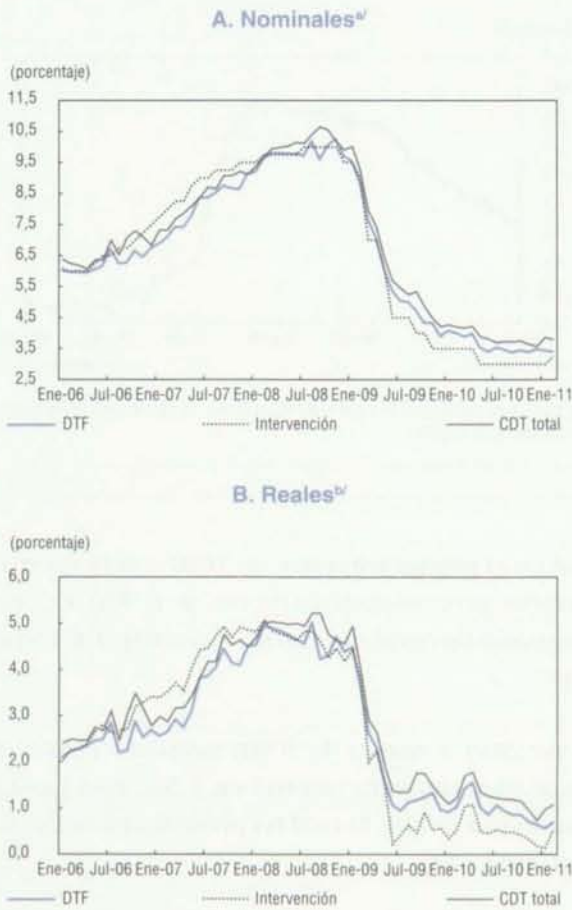
El impulso de la política monetaria también se transmitió a las tasas de interés de las carteras comercial y de consumo. Así, la tasa¹⁸ de interés activa calculada por el



¹⁷ La DTF corresponde a la tasa de captación de CDT a 90 días de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial. La tasa de captación de CDT corresponde a la tasa a todos los plazos, reportada por los establecimientos de crédito a la Superintendencia Financiera de Colombia.

¹⁸ La tasa de interés activa calculada por el Banco de la República considera los créditos de consumo y comerciales. Para este último se toman las modalidades de crédito ordinario, preferencial y de tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

Gráfico 45
Tasas de interés pasivas y tasa de interés de intervención del Banco de la República



a/ La información corresponde a datos de fin de mes. La DTF es 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; series deflactadas con el IPC sin alimentos.

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

Banco de la República se redujo de 9,63% en diciembre de 2009 a 8,49% en diciembre de 2010 (-115 pb) (Gráfico 46).

En el caso de la cartera comercial, entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010 su nivel se redujo de 8,55% a 7,59% (-96 pb). Por modalidades, la tasa de interés de los créditos ordinarios pasó de 10,01% a 9,22% (-79 pb), la de los créditos preferenciales se redujo de 7,70% a 6,64% (-106 pb), mientras que la de los créditos de tesorería disminuyó de 6,47% a 5,52% (-95 pb) (Gráfico 47).

Las tasas de interés de los créditos destinados a los hogares también mostraron un descenso entre diciembre de 2009 y el mismo mes de 2010. En particular, las tasas de la cartera de consumo y de tarjetas de crédito¹⁹ se redujeron en 341 pb y 417 pb, respectivamente. El nivel de la primera pasó de 20,23% a finales de 2009 a 16,82% a finales de 2010, y el de la segunda se redujo de 25,21% a 21,04%. Para la cartera hipotecaria, esta pasó de 13,93% a 13,01% durante el mismo período (-92 pb) (Gráfico 48, panel A).

De otro lado, la tasa de interés de microcrédito no registró una disminución significativa, manteniendo, en promedio, niveles similares a los observados a finales de 2009 (30,59%) (Gráfico 48, panel B).

En lo corrido de 2011 hasta marzo se ha presentado un aumento en todas las tasas de interés activas, excepto en las de vivienda (gráficos 47 y 48), lo que probablemente

¹⁹ No incluye consumos a un mes ni avances.

obedeció al aumento de la tasa de interés de usura y a las expectativas de alzas en la tasa de política por parte del Banco. Es así como al 11 de marzo de este año (fecha para la cual se tiene la última información disponible) la tasa de interés de la cartera comercial fue 8,54% (ordinario: 9,98%, preferencial: 6,96% y tesorería: 5,78%), la de consumo 17,31%, vivienda 12,80% y microcrédito 33,11%.

b. Mercado de deuda pública

En el año 2010 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos presentaron un comportamiento mixto. Las tasas entre uno y dos años, y entre dos y cinco años, registraron en promedio incrementos de 30 pb y 15 pb, respectivamente, en tanto que las tasas de títulos que vencen entre cinco y quince años disminuyeron en promedio 67 pb²⁰ (Gráfico 49).

Durante los primeros dos meses de 2010 la curva de TES presentó desvalorizaciones en todos los plazos, ante el aumento en las expectativas de inflación a causa del fenómeno de El Niño, y la preocupación del mercado en torno de la financiación del déficit fiscal del Gobierno (por dudas con relación al recaudo tributario e incertidumbre con respecto a la venta de Isagen).

²⁰ Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Emisor con metodología de Nelson y Siegel (1987).

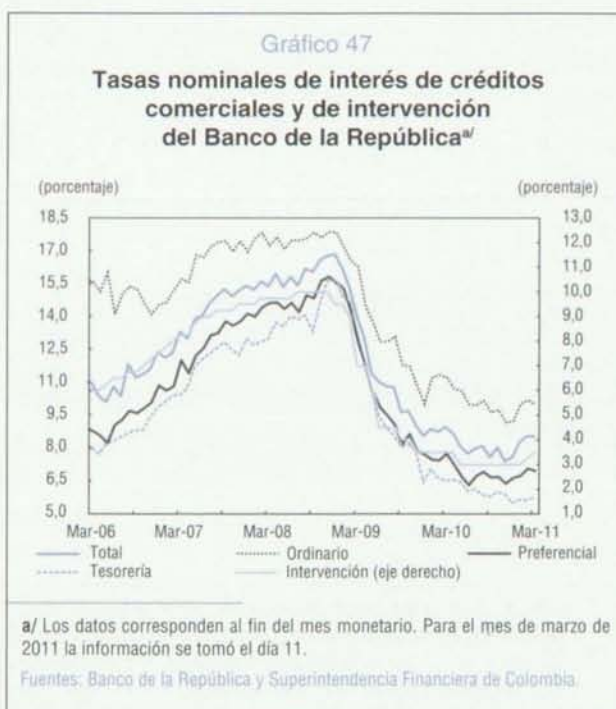
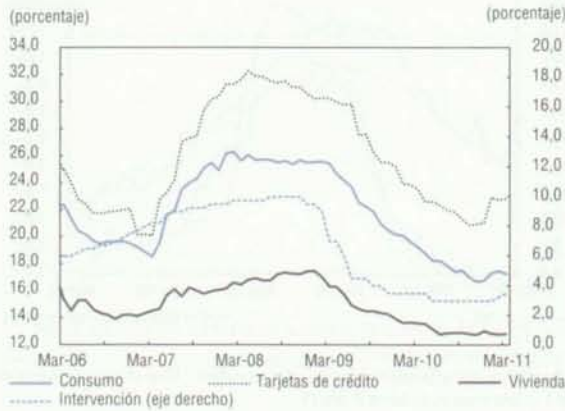


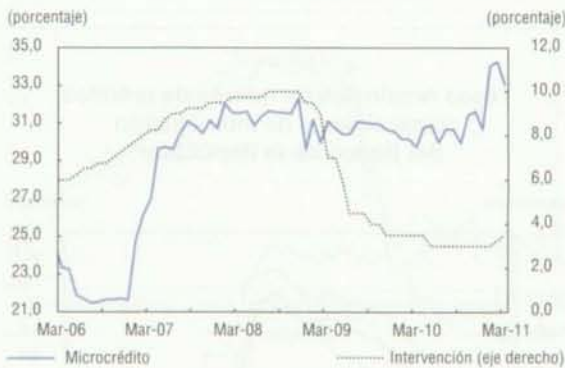
Gráfico 48

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

A. Consumo



B. Microcrédito



a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario. En marzo de 2011 la información se tomó el día 11.

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

Posteriormente y hasta el mes de octubre, las tasas de los títulos de deuda pública presentaron una tendencia de valorización a medida que se incorporaban diferentes factores, dentro de los cuales se destacan: i) la publicación de datos de inflación, que fueron menores a los esperados por el mercado, ii) la calma sobre los temores fiscales del Gobierno luego de exitosas colocaciones de deuda²¹ y el anuncio de la propuesta de la regla fiscal enfocada a la reducción del déficit como porcentaje del PIB, que permitiría un espacio para una política fiscal contracíclica y posibilitaría un manejo macroeconómico adecuado de los posibles excedentes generados por sector minero-energético; iii) el recorte de 50 pb en la tasa de referencia del Banco de la República en el mes de abril y la decisión de la JDBR de suspender las ventas de TES²², y iv) las mejores perspectivas de riesgo país que aumentaron las expectativas de que Colombia alcance el grado de inversión para su deuda en moneda extranjera en un futuro cercano

²¹ El 7 de abril de 2010 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público anunció la exitosa emisión de un TES global denominado en pesos y pagadero en dólares con vencimiento en el año 2021, por un monto nominal de \$1,5 b, con lo cual se completaría el financiamiento externo mediante bonos para el año 2010. El comunicado anotó que el rendimiento era el más bajo de las colocaciones de TES globales que la nación había realizado hasta el momento (el Gobierno colombiano participaba en el mercado primario de TES globales desde 2007). Por otra parte, el 21 de abril del mismo año el Ministerio de Hacienda anunció una operación de manejo de deuda interna en la que intercambiaba \$3,5 b, recogiendo referencias con vencimientos entre 2010 y 2015 y entregando títulos denominados en unidad de valor real (UVR) con vencimiento en 2013 y 2023. Esta operación redujo en \$1,3 b las necesidades de financiamiento de 2010.

²² En el comunicado de prensa del 30 de abril la JDBR señaló que, debido a los mayores depósitos de la DTGN, había tomado la decisión de suspender las ventas de TES que estaba llevando a cabo cada mes para contrarrestar el efecto monetario de la acumulación de reservas.

(condición que estuvo soportada en la decisión de las agencias calificadoras S & P, Moody's y Fitch de mejorar la perspectiva crediticia de "estable" a "positiva"). La valorización en los títulos de deuda pública durante este período fue más marcada en los títulos de mediano y largo plazos frente a la observada en los de corto plazo.

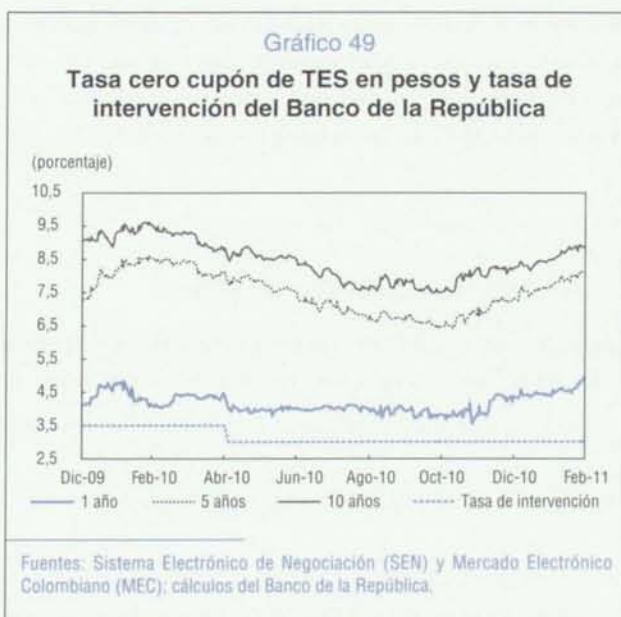
Posteriormente, los títulos se desvalorizaron debido principalmente a los posibles efectos de la ola invernal, que por un lado podrían afectar el precio de los alimentos, por otro, generó

especulaciones en torno de mayores emisiones de TES por parte del Gobierno, con el fin de conseguir los recursos necesarios para la reconstrucción de las zonas afectadas. Adicionalmente, en este período surgieron expectativas de un posible incremento en las necesidades de financiación interna de la nación, luego de que el Gobierno anunciara algunas medidas fiscales para contrarrestar la apreciación del peso colombiano²³.

En lo corrido de 2011 (hasta el 28 de febrero) los TES denominados en pesos se han desvalorizado, sobre todo los de mediano y largo plazos. Las tasas entre uno y dos años, entre dos y cinco años, y entre cinco y quince años han registrado en promedio incrementos de 37 pb, 75 pb y 55 pb, respectivamente. Este comportamiento está asociado principalmente con el incremento en las proyecciones de inflación, luego de que se publicaran los datos de los meses de diciembre y enero, que resultaron superiores a los esperados por el mercado, y a las expectativas de que el Banco de la República aumentaría la tasa de referencia en el primer semestre del año. En efecto, en sus reuniones del 25 de febrero y del 18 marzo la JDBR aumentó la tasa de referencia 25 pb en cada sesión, para ubicarla en 3,5%.

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

En el esquema de inflación objetivo, donde la tasa de interés de referencia está determinada por el banco central, el comportamiento de la base y de otros agregados



²³ Las medidas incluían: reducción de aranceles, no monetización de US\$1.500 m en 2011, modificación del plan financiero 2011 para equilibrar fuentes externas de financiación, adquisición de cobertura cambiaria para pago de deuda pública, apertura de una línea para la realización de coberturas por parte del sector agroexportador, eliminación de la exención del impuesto a la renta del pago de intereses de crédito obtenidos en el exterior, y el apoyo al proyecto de ley que trasladaba la fiscalización del pago de regalías a la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN).

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

Entre diciembre de 2009 y el mismo mes de 2010 la base monetaria aumentó en \$5.330 mm, con un crecimiento nominal anual de 13,5%. Cabe resaltar que el Banco de la República inyecta liquidez primaria a la economía cuando adquiere activos o presta recursos al sistema financiero. De acuerdo con el Cuadro 3, en 2010 las principales fuentes de expansión de la liquidez en pesos fueron:

- Compras netas de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario por \$5.822 mm (US\$3.060 m) a través del mecanismo de subastas de compra directa.
- La mayor liquidez otorgada por el Banco de la República en operaciones con el sistema financiero por \$1.974 mm. En particular, el saldo anual de repos aumentó en \$2.079 mm en diciembre de 2010 y el de los DRNCE lo hizo en \$105 mm.
- Otros factores expansionistas por \$750 mm, entre los que se encuentra principalmente el efecto neto de las operaciones del P y G del Banco de la República.

Lo anterior fue parcialmente compensado por el mayor saldo de depósitos de la DGTN en el Banco de la República (\$769 mm), y por la reducción en el saldo del portafolio

de TES en poder del Emisor como resultado de ventas netas definitivas por \$1.999 mm y por vencimientos de \$448 mm.



ii. Usos de la base monetaria

Durante 2010 la base monetaria presentó una variación promedio anual de 11,2%, similar a la observada durante 2009. En términos reales, este resultado implicó un aumento anual equivalente a 8,7%, mayor en 1,9 pp al reportado en 2009 (Gráfico 50).

Cuadro 3
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)
(variación trimestral)^{a/}

Concepto	2008	2009				2010					
	Total	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total
I. Gobierno	3.559	(3.945)	(4.784)	2.474	6.424	169	(3.363)	(2.914)	(3.466)	8.974	(769)
Traslado de utilidades ^{b/}	1.415	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pesos	1.415	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	2.144	(3.945)	(4.784)	2.474	6.424	169	(3.363)	(2.914)	(3.466)	8.974	(769)
II. TES regulación	(524)	(501)	(20)	(4)	2.968	2.444	(805)	(1.250)	(57)	(334)	(2.446)
Compras definitivas	625	0	0	0	3.000	3.000	0	0	0	0	0
Ventas definitivas	(960)	(499)	0	0	0	(499)	(800)	(1.199)	0	0	(1.999)
Vencimiento	(189)	(1)	(20)	(4)	(32)	(57)	(5)	(52)	(57)	(334)	(448)
III. Operación de liquidez del Emisor	(5.221)	1.698	5.438	(4.362)	(3.068)	(293)	(158)	4.366	1.627	(3.862)	1.974
Expansión ^{c/}	(3.856)	1.194	4.484	(2.690)	(4.075)	(1.087)	526	3.174	1.412	(3.033)	2.079
Contracción	(1.365)	505	954	(1.672)	1.007	794	(683)	1.192	215	(829)	(105)
IV. Divisas^{d/}	3.899	(460)	369	355	0	265	764	2.341	433	2.283	5.822
Opciones <i>put</i> para control de volatilidad	932	429	369	355	0	1.154	0	0	0	0	0
Opciones <i>call</i> para control de volatilidad	(535)	(888)	0	0	0	(888)	0	0	0	0	0
Opciones para acumulación de reservas	798	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Subasta de compra directa	2.705	0	0	0	0	0	764	2.341	433	2.283	5.822
Intervención discrecional	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Venta de divisas al Gobierno	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V. Otros^{e/}	2.065	242	190	193	142	766	238	173	134	205	750
Variación total de la base monetaria	3.778	(2.965)	1.194	(1.343)	6.466	3.352	(3.323)	2.716	(1.329)	7.267	5.330
Saldo de la base monetaria	36.193	33.228	34.422	33.078	39.545	39.545	36.222	38.937	37.608	44.875	44.875

a/ Estas cifras corresponden al cierre del mes.

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

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

d/ No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.

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

Fuente: Banco de la República.

Por componentes, durante 2010 los crecimientos promedio anuales del efectivo y de la reserva bancaria fueron 10,3% y 13,0%, respectivamente (7,8% y 10,5% en términos reales). El crecimiento nominal del efectivo fue mayor en 1,6 pp al observado durante 2009, mientras que el de la reserva fue inferior en 3,8 pp, como resultado del menor crecimiento anual promedio de los pasivos sujetos a encaje (PSE) observado en 2010 frente a 2009 (7,5% vs. 15,3%).

b. Fuentes y usos de los establecimientos de crédito

i. Fuentes

En 2010 la principal fuente de financiación de los establecimientos de crédito correspondió a los PSE (Cuadro 4). En particular, a finales de diciembre de 2010 el saldo de los PSE presentó un incremento anual de \$18.601 mm (10,8%). Esta variación se explica por el mayor saldo en cuentas de ahorro y corrientes por \$12.558 mm y \$5.353 mm, respectivamente, equivalentes a variaciones nominales anuales de 19,1% y 19,8%. Se destaca también el aumento en los bonos por \$4.178 mm (36,3%). Por el contrario, el saldo de los CDT se redujo en \$3.830 mm (-6,5% anual).

Cuadro 4
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito
(miles de millones de pesos)

	Saldos fin de mes			Variación anual absoluta		Variación porcentual anual	
	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-09	Dic-10	Dic-09	Dic-10
Activo							
Posición propia de contado ^{a/}	1.708	1.246	440	(462)	(807)	(27,0)	(64,7)
Reserva bancaria	11.580	13.755	15.105	2.175	1.350	18,8	9,8
OMA pasiva del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	1.677	746	490	(931)	(256)	(55,5)	(34,3)
Total cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda nacional	138.606	144.448	163.762	5.842	19.314	4,2	13,4
Cartera bruta	126.045	131.147	149.049	5.103	17.901	4,0	13,6
Cartera bruta con <i>leasing</i>	12.561	13.301	14.714	740	1.413	5,9	10,6
Inversiones	37.905	49.561	57.039	11.657	7.477	30,8	15,1
Otros activos netos (OAN) ^{b/}	(30.594)	(37.623)	(44.046)	(7.029)	(6.423)	23,0	17,1
Total	160.882	172.134	192.790	11.252	20.656	7,0	12,0
Pasivo							
Repos con el Banco de la República	1.895	441	2.496	(1.454)	2.055	(76,7)	466,0
PSE	158.987	171.693	190.293	12.706	18.601	8,0	10,8
Cuentas corrientes	24.313	26.967	32.320	2.654	5.353	10,9	19,8
Ahorros	59.933	65.748	78.306	5.815	12.558	9,7	19,1
CDT	60.130	59.312	55.481	(818)	(3.830)	(1,4)	(6,5)
Bonos	8.251	11.502	15.680	3.251	4.178	39,4	36,3
Depósitos fiduciarios	3.320	4.044	4.077	723	33	21,8	0,8
Depósitos a la vista	2.691	3.554	4.423	863	869	32,1	24,5
Repos con el sector real	350	567	6	217	(560)	62,0	(98,9)
Total	160.882	172.134	192.790	11.252	20.656	7,0	12,0

^{a/} No incluye comisionistas de bolsa. Las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del período.

^{b/} 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.

El comportamiento de los PSE condujo a un crecimiento promedio anual del M3 de 7,8% (5,4% en términos reales) (Gráfico 51). Al sectorizar M3 entre público y privado, los incrementos nominales anuales fueron 9,8% y 11,6%, respectivamente (Cuadro 5). Frente a la evolución promedio anual del M3, se destaca la aceleración a finales de año del componente privado y, en menor medida, del público.

ii. Usos

A diferencia de 2009, en el año 2010 se presentó una recompo-



Cuadro 5
Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado
(miles de millones de pesos)

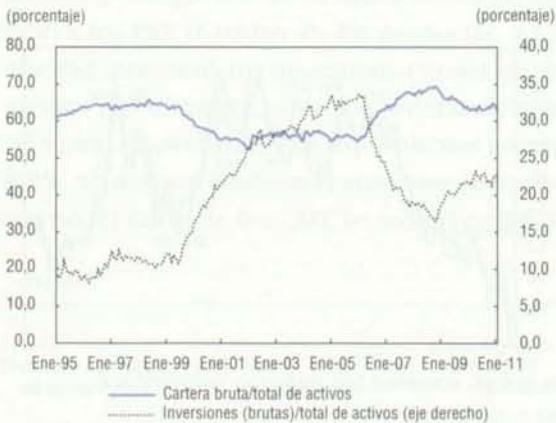
	Saldos a diciembre		Crecimiento anual (porcentaje)
	2009	2010	
M3 privado	166.937	186.275	11,6
Efectivo	25.688	29.720	15,7
PSE	141.249	156.555	10,8
Cuentas corrientes	19.829	24.476	23,4
CDT	55.975	52.055	(7,0)
Ahorro ^{a/}	51.792	62.663	21,0
Otros	13.654	17.361	27,1
M3 público	30.555	33.554	9,8
Cuentas corrientes	7.156	7.859	9,8
CDT	3.326	3.426	3,0
Ahorro	13.989	15.652	11,9
Otros	6.084	6.617	8,8
M3 total	197.492	219.829	11,3
Efectivo	25.688	29.720	15,7
PSE	171.804	190.109	10,7
Cuentas corrientes	26.984	32.335	19,8
CDT	59.301	55.481	(6,4)
Ahorro	65.781	78.315	19,1
Otros	19.738	23.978	21,5

a/ Esta serie no incluye los depósitos de la Caja de Vivienda Militar creada en julio de 2006.

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

Gráfico 52

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



a/ Sin entidades financieras especiales.

Fuente: Banco de la República.

sición de los activos de los establecimientos de crédito en favor de la cartera de crédito (Cuadro 4 y Gráfico 52). En particular, mientras que el saldo de las inversiones en moneda nacional se incrementó en \$7.477 mm (15,1%) durante 2010, el saldo de balance de la cartera bruta de los establecimientos de crédito en moneda nacional presentó una variación anual de \$19.314 mm (13,4%). Al incluir las titularizaciones dentro de esta cartera, su saldo fue de \$171.866 mm en diciembre de 2010, con una variación anual de \$22.671 mm (15,2%) (Cuadro 6)²⁴.

Cuadro 6

Cartera bruta del sistema financiero^{a/}

	Saldo en miles de millones de pesos fin de diciembre de			Crecimiento porcentual anual fin de diciembre de		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
A. Moneda nacional ^{b/}	142.587	149.195	171.866	18,1	4,6	15,2
Comercial ^{c/}	84.844	88.233	100.123	20,7	4,0	13,5
Consumo ^{d/}	40.649	41.198	48.080	11,9	1,3	16,7
Hipotecaria ajustada ^{e/}	14.012	15.925	19.358	15,2	13,7	21,6
Microcrédito ^{f/}	3.082	3.840	4.305	55,9	24,6	12,1
B. Moneda extranjera	7.550	4.720	10.171	14,6	(37,5)	115,5
Total cartera ajustada (A+B)	150.138	153.916	182.037	17,9	2,5	18,3
Memo ítem						
Hipotecaria ^{g/}	10.031	11.178	11.254	10,4	11,4	0,7

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

b/ Incluye titularizaciones.

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

d/ 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.

e/ 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.

f/ 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).

g/ 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.

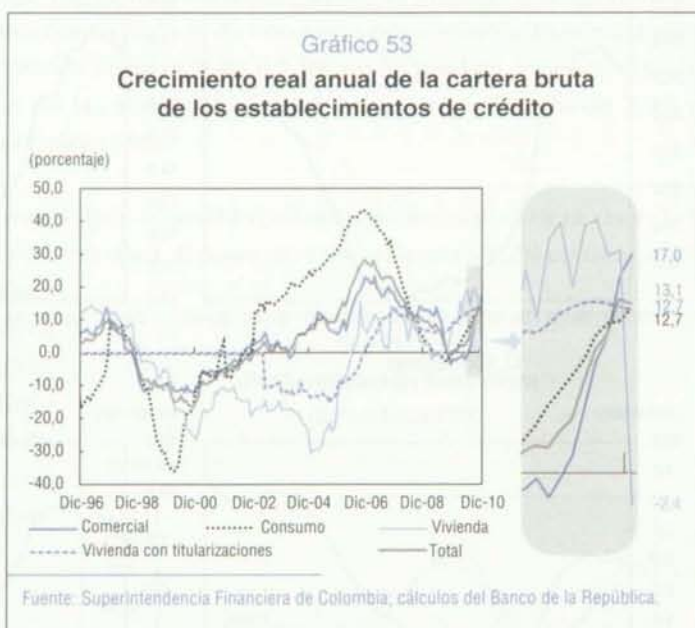
Fuente: Formato semanal 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

²⁴ Este saldo estuvo afectado negativamente por los castigos de cartera, cuya variación anual fue \$1,7 b en diciembre de 2010.

En moneda nacional se destaca la recuperación de la cartera comercial, la cual presentó un incremento anual en términos nominales de 13,5%, superior en 9,5 pp al observado un año antes. Las carteras de consumo e hipotecaria también exhibieron mayores crecimientos anuales frente al año anterior. En particular, en 2010 el aumento nominal anual de la de consumo fue 16,7% frente a 1,3% un año antes, mientras que la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones presentó una variación nominal anual de 21,6%, superior en 7,9 pp a lo observado en 2009.

De acuerdo con los balances de los establecimientos de crédito, en diciembre de 2010 el crecimiento real anual de la cartera fue 13,1%²⁵, reflejando una mejora del crédito que sustenta, como ya se mencionó, el buen comportamiento del consumo, especialmente el de bienes durables.

Al analizar cada modalidad de crédito, en términos reales se encuentra que la cartera comercial es la que mayor dinamismo ha presentado, al pasar de una variación negativa de 0,3% anual en junio de 2010 a un crecimiento de 17,0% real anual en diciembre. La cartera de consumo también ayudó a impulsar la aceleración en la cartera bruta, al aumentar 12,7% anual en el último mes del año frente a 6,3% seis meses antes. Con respecto a la cartera de vivienda sin titularizaciones, se observa una reducción de 2,4% real anual en diciembre de 2010; no obstante, al incluir las titularizaciones esta cartera presentó una expansión real anual de 12,7%. Este comportamiento se explica porque una proporción de la cartera de vivienda fue titularizada a finales de diciembre²⁶, lo que generó que la cartera titularizada aumentara en \$2,4 b, alcanzando un nivel de \$7,3 b (Gráfico 53).



²⁵ Este crecimiento corresponde al de la cartera bruta con *leasing* pero sin titularizaciones.

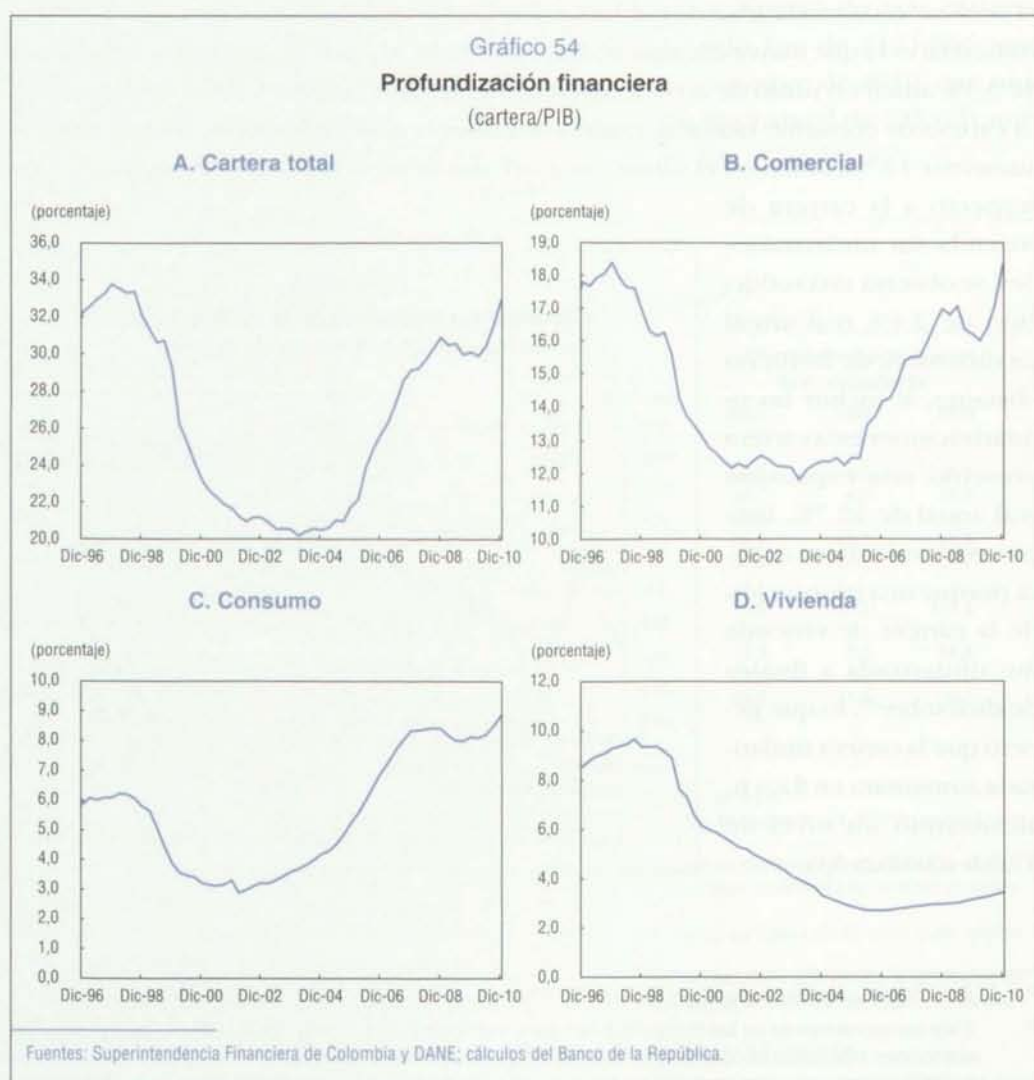
²⁶ Este comportamiento en las titularizaciones está relacionado con el vencimiento de los beneficios y las exenciones tributarias asociadas con la tenencia de títulos hipotecarios. Con el artículo 81 de la Ley 964 de 2005 se aplazaron las exenciones del impuesto de renta y complementarios sobre los rendimientos de los títulos hipotecarios. Dicho plazo venció el 23 de diciembre de 2010. Durante este mes la Titularizadora Colombiana realizó dos emisiones de TIP en UVR y en pesos, resultando en un aumento de \$298 mm y \$2,1 b en la cartera titularizada en UVR y en pesos, respectivamente.

Por otro lado, también vale la pena resaltar la importancia que ha tomado el microcrédito durante los últimos años: a pesar de no ser una cartera significativa en monto, el número de sus deudores ha presentado una rápida expansión, pasando de 370.950 en 2005 a 1.022.333 en diciembre de 2010²⁷.

En general, la dinámica de los diferentes tipos de cartera es resultado, entre otros factores, del bajo nivel histórico que presentan las tasas de interés de colocación para cada modalidad y de la recuperación de la actividad económica.

c. Indicadores de estabilidad financiera

Si bien el aumento de la cartera bruta en 2010 se dio en un contexto de mayor crecimiento económico, la dinámica del crédito fue superior a la del PIB. Así, durante



²⁷ Esta información corresponde al número de deudores que se encuentra en el formato 341 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

diciembre el índice de profundización financiera —medido como la proporción de la cartera sobre PIB— registró un nivel mayor al observado seis meses atrás (32,9% frente a 30,4%). Por modalidades de cartera, el indicador de la comercial fue el que presentó un incremento más acentuado, pasando de 16,4% en junio de 2010 a 18,3% en diciembre del mismo año. Por su parte, el indicador de la cartera de consumo creció levemente de 8,2% a 8,9% durante el mismo período, mientras que para la cartera de vivienda el indicador permaneció estable en 3,4% (Gráfico 54).

Cuando se analiza la serie histórica de la profundización financiera de la cartera total, se observa que los niveles actuales son muy similares a los observados a finales de los años noventa (Gráfico 55). Adicionalmente, si se analiza la dinámica que ha venido presentando este indicador, se aprecia que esta también corresponde a una tendencia parecida a la registrada en los años previos de la crisis de los noventa. De esta forma vale la pena llamar la atención sobre la necesidad del continuo monitoreo de estos indicadores, ya que en épocas de rápida expansión del crédito en general se asumen los mayores riesgos.

Con respecto a la calidad de la cartera del sistema financiero, se observa que el indicador de calidad de cartera (IC) —cartera riesgosa sobre cartera bruta— pasó de 9,3% en junio a 7,8% en diciembre de 2010. Adicionalmente, el análisis por modalidad muestra que también la cartera comercial y la de consumo presentaron disminuciones en su IC al pasar de 9,0% y 9,9% en junio, a 7,4% y 7,8% en diciembre, respectivamente; mientras que el indicador de la cartera de vivienda aumentó, pasando de 7,9% a 8,5%²⁸ en el mismo período (Gráfico 56).

Por su parte, el indicador de mora (IM) —medido como la razón entre cartera vencida y cartera bruta— mejoró para la cartera total, al pasar de 4,4% en junio a 3,2% en diciembre de 2010. Este comportamiento favorable también se observa para las distintas modalidades, donde la comercial, de consumo y vivienda pasaron de un IM de 2,7%, 6,0% y 9,5% en junio a 1,9%, 4,5% y 9,3% en diciembre, en su orden (Gráfico 57).

²⁸ Es importante mencionar que el comportamiento del IC de vivienda se deterioró en el último mes del año anterior debido a las titularizaciones que se realizaron en dicho período. Estas redujeron el saldo de la cartera de vivienda, pero no afectaron en gran cuantía la cartera riesgosa, dado que la mayor parte de la cartera titularizada estaba calificada como A.

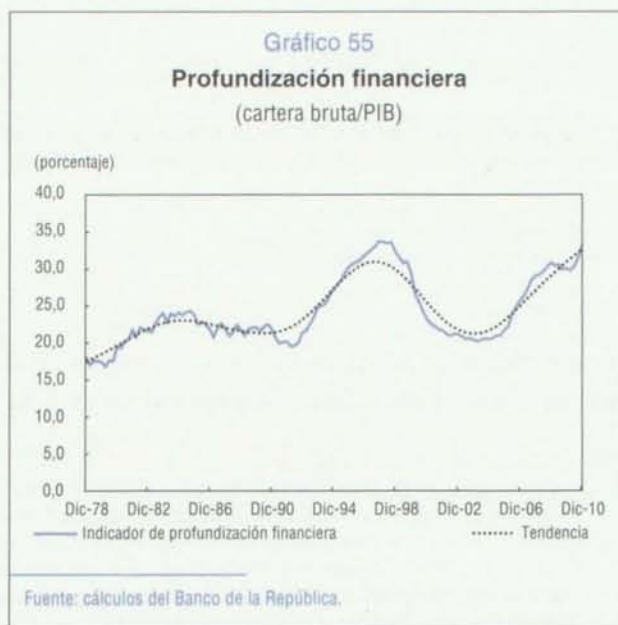
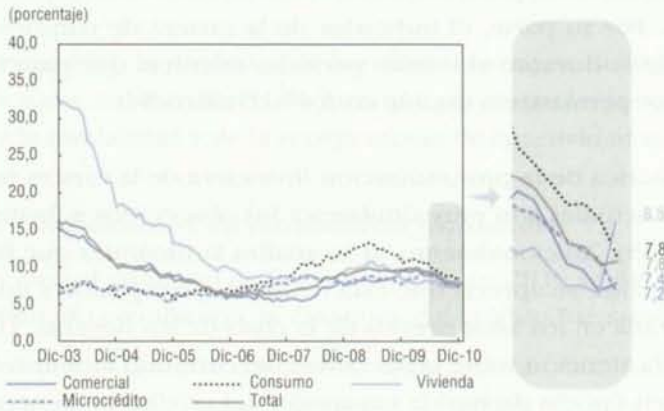


Gráfico 56

Calidad de cartera por tipo de crédito:
cartera riesgosa/cartera bruta

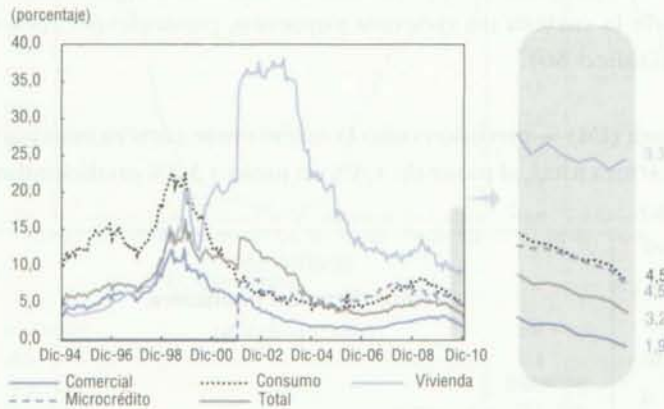


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

La recuperación de los anteriores indicadores se explica tanto por la disminución de la cartera riesgosa en 9,4% real anual a diciembre de 2010, como por la caída en la cartera vencida en 20,6% real anual en el mismo mes, junto con el mayor crecimiento de la cartera bruta.

Gráfico 57

Indicador de mora: cartera vencida/cartera bruta



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

Adicional a la mejora en los indicadores de riesgo, también se han venido presentando mayores niveles de cubrimiento. El indicador de cubrimiento de la cartera²⁹ —medido como la razón entre las provisiones y la cartera riesgosa— mostró una leve tendencia al alza durante los últimos seis meses de 2010, pasando de 43,4% en junio a 47,1% en diciembre (Gráfico 58). Este aumento se explica por la disminución de la cartera riesgosa durante el mismo período, teniendo en cuenta que el valor real de las provisiones se ha mantenido relativamente estable en \$8,6 b. Este

comportamiento se reproduce para todas las modalidades, y se acentúa para la cartera de microcrédito, donde se observó un alto crecimiento en las provisiones y una

²⁹ A partir de abril de 2010 las provisiones contracíclicas se contabilizan en una cuenta separada en el Plan Único de Cuentas (PUC) de los establecimientos de crédito. Además, esta cuenta ahora incluye las provisiones contracíclicas de la cartera y de las operaciones de *leasing* financiero. Con el propósito de contabilizar lo relacionado con estas últimas operaciones tanto en el numerador como en el denominador, se decidió modificar el indicador de manera que se incluyan las provisiones de cartera y el *leasing* financiero, pero también la cartera riesgosa tanto de las operaciones de crédito como de estas últimas.

disminución en la cartera riesgosa, dada la recalificación generada en algunos créditos.

Como resultado del desempeño de los establecimientos de crédito durante el segundo semestre de 2010, la rentabilidad sobre el activo (ROA) continuó estable, presentando una leve disminución, al pasar de 2,44% a 2,36% entre junio y diciembre de 2010, debido a que el activo creció a una mayor velocidad (11,5% real anual) que las utilidades (4,8%).



Para medir las expectativas con respecto a la demanda de crédito en los próximos meses se analiza el Reporte sobre la situación del crédito en Colombia (RSCC) para el mes de diciembre de 2010. Los datos de dicho reporte sugieren que todos los intermediarios están registrando una mayor demanda para todas las modalidades de cartera. Así mismo, por tamaño de empresa, las demandas por nuevos créditos continúan aumentando, independientemente de éste.

En cuanto a los cambios en las políticas de asignación de nuevos créditos, se encuentra que la mayoría de los bancos han mantenido sus exigencias en los mismos niveles del trimestre anterior, e inclusive algunos las han disminuido para todas las carteras. Por su parte, las compañías de financiamiento comercial (CFC) han incrementado sus requerimientos en una proporción considerable debido a una menor tolerancia al riesgo, mientras que las cooperativas registran disminuciones en sus exigencias para créditos de consumo. Se espera que para el primer trimestre de 2011 tanto bancos como cooperativas mantengan sus exigencias en los niveles actuales, pero algunas de dichas compañías manifiestan un posible aumento en las mismas.

En el *Reporte de Estabilidad Financiera* que será publicado en abril de 2011 se presentará un análisis detallado y actualizado de los diferentes riesgos que enfrenta el sistema financiero.

La importante recuperación del crédito registrada en el año 2010 en Colombia puede seguirse observando durante 2011. Incluso, ante un escenario de expectativas de inflación al alza, su dinámica podría acentuarse como respuesta a una disminución en el crecimiento de las

inversiones de portafolio de los establecimientos financieros. Esta sustitución contribuiría no solo a una mayor estabilidad del estado de resultados del sistema financiero, sino que tendría efectos favorables sobre la actividad económica.

Entre diciembre de 2009 y el mismo mes de 2010 la cartera bruta aumentó su ritmo de crecimiento en términos reales al pasar de 0,4% anual a 13,1% (Gráfico A), lo que implicó un aumento de la participación de la cartera dentro del activo, ubicándose en 65,2% en diciembre de 2010 (Gráfico B). Este comportamiento se viene observando desde mediados de 2010 y se espera que continúe durante 2011, teniendo en cuenta que la percepción sobre el crédito por parte de los intermediarios financieros y las empresas es positiva.

Gráfico A

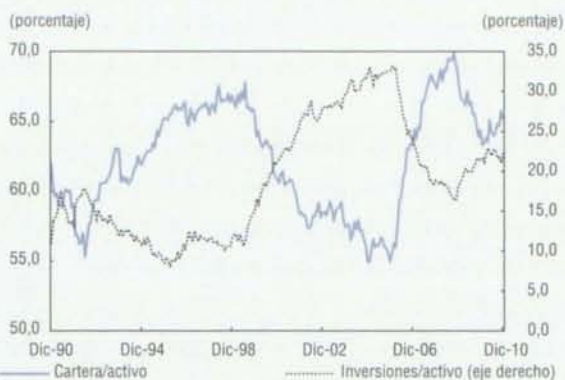
Crecimiento real anual de la cartera y las inversiones de los establecimientos de crédito



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

Gráfico B

Participación de la cartera y de las inversiones dentro del activo de los establecimientos de crédito

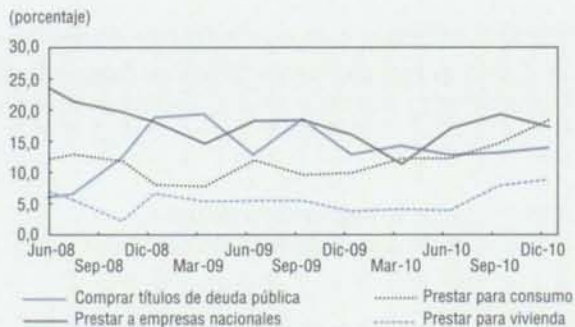


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Adicionalmente, los bancos muestran preferencias por otorgar préstamos según la encuesta sobre la situación del crédito de diciembre de 2010. De esta encuesta se pueden resaltar dos aspectos: en primer lugar, los bancos señalan que ante un escenario de exceso de recursos preferirían invertirlos en préstamos para consumo, seguido de créditos comerciales y títulos de deuda pública. Es importante mencionar que este último era el principal destino de recursos durante algunos trimestres de 2009 y el primero de 2010, lo cual muestra un cambio de preferencias hacia otorgar crédito frente a la compra de títulos de deuda pública (Gráfico C).

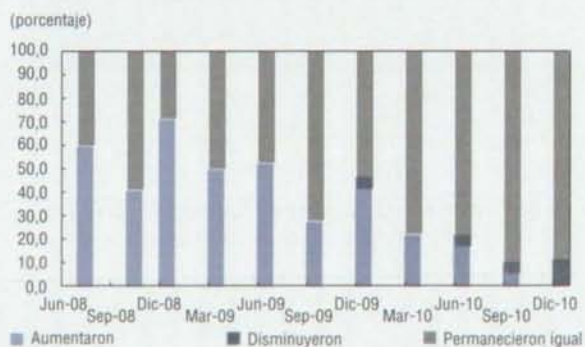
El segundo aspecto por mencionar es que los bancos muestran disposición para otorgar crédito. En particular, algunas entidades indican que sus exigencias han venido disminuyendo desde mediados de 2010 y una proporción similar

Gráfico C
Principales destinos del exceso de recursos por parte de las instituciones financieras

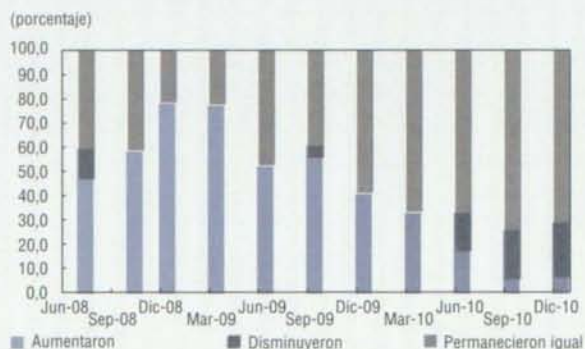


Fuente: Banco de la República (Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia).

Gráfico D
A. Porcentaje de entidades que cambiaron las exigencias de los créditos comerciales



B. Porcentaje de entidades que cambiaron las exigencias de los créditos de consumo



Fuente: Banco de la República (Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia).

manifiesta que las continuará reduciendo durante el primer trimestre de 2011¹. Lo anterior facilitaría una mayor oferta de crédito, la cual estuvo restringida durante la reciente crisis económica (Gráfico D).

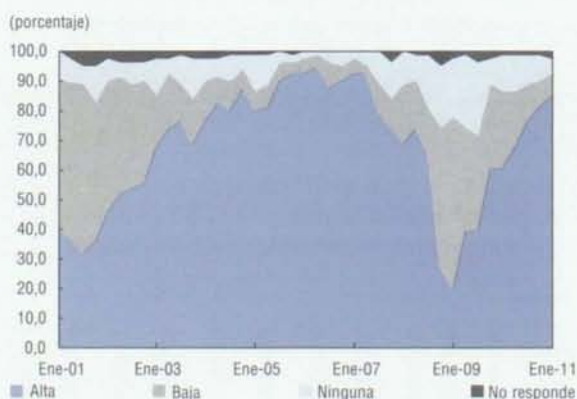
Así mismo, la percepción del crédito también es positiva desde el punto de vista de las firmas. Según la encuesta de expectativas del Banco de la República de enero de 2011, las

empresas manifiestan que existe una mayor disponibilidad de crédito, e incluso un porcentaje significativo de empresarios considera que este acceso será superior en los próximos seis meses (Gráfico E).

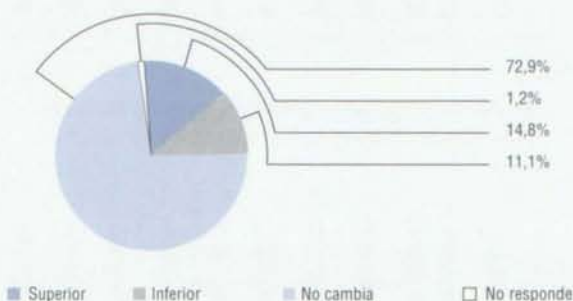
Adicional a lo anterior, la demanda de crédito también creció durante 2010, con una fuerte aceleración para las modalidades de consumo y comercial. Esto se puede observar tanto en la percepción de los intermediarios financieros como en los crecimientos nominales de la cartera (Gráfico F).

En general, tanto el comportamiento de la oferta como de la demanda de crédito muestran una buena perspectiva para el crecimiento de este y

Gráfico E
A. Percepción actual de la disponibilidad de crédito



B. Evolución de la disponibilidad de crédito en los próximos seis meses



Fuente: Banco de la República (Encuesta de expectativas económicas).

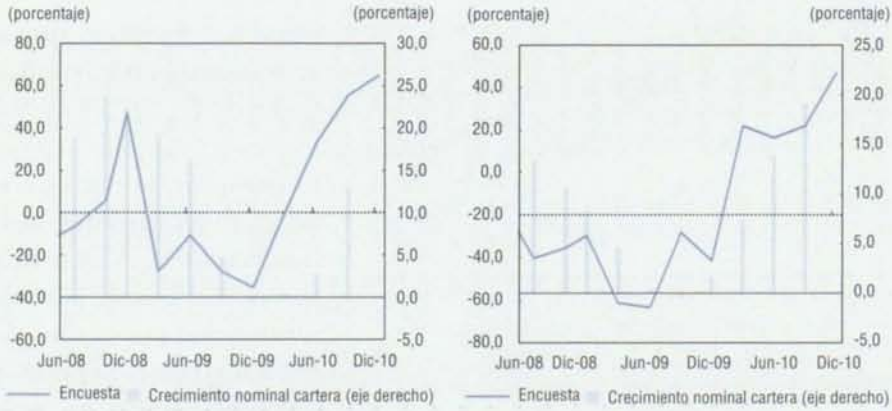
¹ Véase el Reporte sobre la situación del crédito en Colombia (RSSC), de diciembre de 2010, Banco de la República; este reporte es elaborado por el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. Para un análisis más detallado consulte www.banrep.gov.co/informes-economicos/ine_enc_sit-cred-col_cp.html.

Gráfico F

Percepción de la demanda de crédito, por modalidad

A. Crédito comercial

B. Crédito de consumo



Nota: la línea continua corresponde al índice del cambio en la demanda con respecto al trimestre anterior, el cual es positivo cuando está por encima de la línea punteada horizontal, y negativo cuando está por debajo. A su vez, las barras verticales indican el crecimiento nominal de la cartera, cuyas tasas porcentuales se observan en el eje derecho.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República (Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia); cálculos del Banco de la República.

sus distintas modalidades. Por su parte, las inversiones, aunque continúan presentando crecimientos positivos, estos son cada vez menores, principalmente aquellas que corresponden a títulos de deuda pública. De esto se concluye que el crédito podría amortiguar los posibles efectos de las reducciones en el crecimiento de las inversiones.

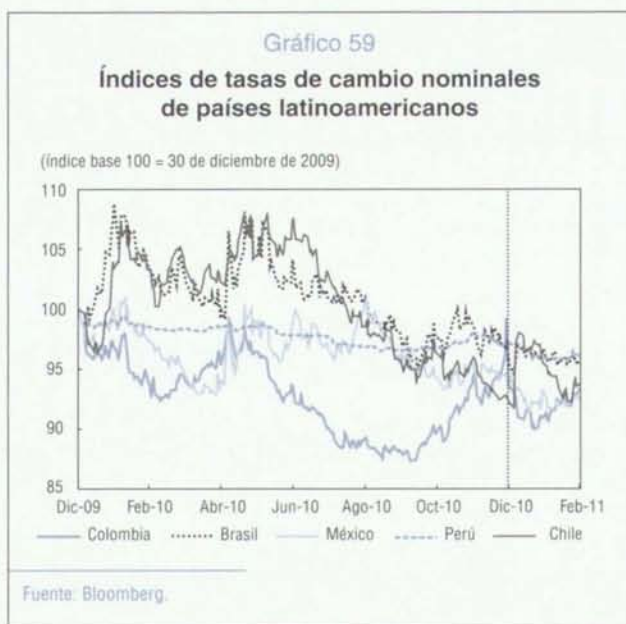
E. Sector externo

1. Evolución de la tasa de cambio en 2010

a. Tasa de cambio nominal

En 2010 el peso colombiano presentó una revaluación frente al dólar de 6,4%, luego de haber tenido una apreciación de 8,9% en 2009³⁰. Este comportamiento del año pasado estuvo asociado principalmente con la disminución en la aversión al riesgo internacional; con los ingresos de divisas por inversión extranjera directa e inversión de portafolio; con el aumento en los precios de los productos básicos de exportación, y con el incremento en las expectativas de monetizaciones por parte del sector público. Así mismo, otras monedas de la región se revaluaron durante 2010: el peso

³⁰ Corresponde a las variaciones de la tasa de cambio promedio del sistema transaccional SET-FX.



chileno (7,8%), el peso mexicano (5,2%), el real brasilero (4,7%) y el sol peruano (2,8%). Por su parte, el euro y la libra esterlina se devaluaron frente al dólar 7,9% y 4,2%, respectivamente, mientras que el yen se revaluó 11,8% (Gráfico 59 y Cuadro 7).

El comportamiento de la tasa de cambio durante 2010 fue heterogéneo. A continuación se evalúan cuatro períodos determinados por la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, los cuales se encuentran sombreados en el Gráfico 60.



- Entre el inicio del año y el 2 de marzo de 2010 el peso colombiano se fortaleció frente al dólar 7%. Este comportamiento coincide con una desvalorización generalizada del dólar estadounidense en el nivel global, asociada con la disminución en la aversión al riesgo internacional que incentivó a algunos inversionistas a vender activos considerados como "refugio" y sustituirlos por acti-

vos de mayor riesgo en mercados emergentes. A este hecho externo se sumaron las expectativas de mayor oferta de dólares en el mercado local por parte del sector público, y el aumento en los precios de productos básicos.

- Entre el 3 de marzo y el 30 de junio el Banco de la República acumuló reservas internacionales mediante la compra diaria de divisas por US\$20 m por medio del mecanismo de subastas competitivas. En la primera parte de este período, hasta finales de mayo, la tasa de cambio se devaluó y posteriormente comenzó una tendencia revaloracionista. El período de devaluación se dio en un contexto de aumento en la aversión al riesgo internacional, en el que se destacaron varios

Cuadro 7
Tasas de cambio frente al dólar
(variación porcentual)

	Enero de 2002 a diciembre de 2008	2009	2010	Enero a febrero de 2011
Zona del euro	(37,0)	(2,0)	7,9	(3,7)
Inglaterra	0,7	(10,4)	4,2	(5,1)
Japón	(31,1)	2,3	(11,8)	0,3
Colombia	(2,0)	(8,9)	(6,4)	(0,3)
Brasil	0,8	(25,2)	(4,7)	0,3
México	49,9	(4,9)	(5,2)	(2,4)
Perú	(8,7)	(8,1)	(2,8)	(1,1)
Chile	(2,9)	(21,0)	(7,8)	1,7

Fuentes: SET-FX y Bloomberg.

factores que generaron incertidumbre y nerviosismo en los mercados: la duda sobre la capacidad de pago de Grecia, España, Portugal, Italia e Irlanda, que llevó a descensos en la calificación soberana de los tres primeros; el inicio de las investigaciones por fraude a diferentes entidades financieras en los Estados Unidos, y la divulgación de problemas de solvencia en el sector financiero de España. Desde finales de mayo el peso presentó nuevamente una tendencia revaluacionista producto de la reducción en el riesgo internacional después de que el FMI comunicara que otorgaría un crédito a Grecia para darle liquidez y evitar un posible incumplimiento en el servicio de la deuda de dicho país. Posteriormente, el FMI y la Unión Europea anunciaron la creación de un fondo de estabilización para toda la región, y algunos países europeos comunicaron acciones adicionales para reducir su déficit fiscal.

En el nivel local las expectativas de mayores entradas de divisas, producto de aumentos en la inversión directa así como de mejores perspectivas de crecimiento, presionaron el dólar a la baja.

- * Entre el 1 de julio y mediados de septiembre la tasa de cambio continuó la tendencia revaluacionista, en un entorno de disminución en la percepción de riesgo internacional que estuvo determinada por factores como: el aumento en las proyecciones de crecimiento mundial por parte del FMI; las decisiones del Banco Central Europeo para estimular la economía de esa región; las mejores expectativas de crecimiento económico y los buenos resultados corporativos en los Estados Unidos, y el buen comportamiento de las exportaciones y del sector manufacturero de China.

En el ámbito local también se registraron noticias que soportaron el fortalecimiento de la moneda colombiana, como fueron las mejores perspectivas económicas

ante la publicación de cifras positivas y el posible aumento de calificación de la deuda de Colombia en moneda extranjera por parte de las agencias S & P y Moody's, que aumentaron su perspectiva de estable a positiva. La revaluación del peso colombiano durante este período fue de 6,5%, superior a la de otros países de la región (Brasil: -5,3%, México: -0,8% y Perú: -1,3%).

- A partir del 15 de septiembre el Banco de la República reanudó el programa de acumulación de reservas internacionales (de por lo menos US\$20 m diarios, mínimo por cuatro meses) lo que llevó a que el peso colombiano se devaluara. Esta tendencia se acentuó desde el 29 de octubre, cuando el Emisor colombiano anunció la extensión del plan de acumulación de reservas hasta por lo menos el 15 de marzo de 2011, junto con el anuncio del Gobierno nacional de una serie de medidas fiscales³¹. Otros factores locales tales como expectativas de incrementos en inflación y choques negativos al crecimiento, debidos a la ola invernal, presionaron el dólar al alza.

En el contexto externo, dentro de los factores que contribuyeron a la devaluación del peso se destacan: los aumentos temporales en la aversión al riesgo internacional ante la reincidencia de las preocupaciones sobre la capacidad de pago de algunos países europeos y en particular sobre Irlanda; los temores al endurecimiento de la política monetaria de China; y el conflicto entre Corea del Norte y Corea del Sur.

Mientras que el peso se devaluó 7,0% entre septiembre y diciembre de 2010, el sol peruano lo hizo 0,7% y las monedas de los demás países de la región se revaluaron: Chile (5,2%), México (3,4%), y Brasil (2,9%).

Como consecuencia de la política de acumulación de reservas del Emisor, en 2010 se realizaron compras totales por US\$3.060 m.

Las cifras de la balanza cambiaria³² (Cuadro 8) muestran que durante 2010, tanto las operaciones de la cuenta de capital del sector privado como las del sector público, presentaron reintegros netos por US\$6.791 m y US\$6.657 m, respectivamente, mientras que en las operaciones de la cuenta corriente se observaron salidas netas por US\$10.412 m. Dentro de estas últimas la balanza comercial representó giros netos por US\$9.023 m (US\$8.442 m de exportaciones y US\$17.465 m de importaciones). En la cuenta de capital del sector privado se destacan las monetizaciones por inversión extranjera directa (IED) (US\$9.485 m), particularmente en los sectores de petróleo y minería (US\$7.973 m) y por inversión extranjera de portafolio (US\$2.349 m). El endeudamiento, la inversión de colombianos en el exterior (directa y portafolio) y las operaciones hacia cuentas en el exterior en neto generaron salida de divisas por

³¹ Véase nota de pie de página número 23.

³² Incluye las operaciones canalizadas a través de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) y el Banco de la República. No incluye cuentas de compensación.

Cuadro 8
Balanza cambiaria^{a/}
(cifras en millones de dólares)

	Ene-Dic 2009	Ene-Dic 2010	Variación absoluta
i. Reintegros netos de cuenta corriente (1 + 2 + 3)	(5.805)	(10.412)	(4.607)
1. Rendimiento de las reservas internacionales	696	149	(546)
2. Intereses de la deuda de DGTN	(1.823)	(1.932)	(108)
3. Resto (i + ii + iii) ^{b/}	(4.677)	(8.630)	(3.952)
i. Balanza comercial de bienes (a + b)	(6.924)	(9.023)	(2.099)
a. Exportaciones de bienes	6.795	8.442	1.647
b. Importaciones de bienes	(13.719)	(17.465)	(3.746)
ii. Reintegros netos por servicios financieros	(1.614)	(2.610)	(997)
iii. Reintegros netos por servicios no financieros	3.860	3.004	(856)
II. Reintegros netos de capital privado (1 + 2 + 3 + 4)	64	6.791	6.727
1. Préstamo neto	(1.571)	(1.181)	390
2. Inversión extranjera directa neta en Colombia (i + ii)	6.587	9.123	2.536
i. Extranjera en Colombia (a + b)	6.922	9.485	2.562
a. Petróleo y minería	6.819	7.973	1.154
b. Directa y suplementaria, otros sectores	104	1.512	1.408
ii. Colombiana en el exterior	(336)	(361)	(26)
3. Inversión extranjera neta de portafolio (i + ii)	(1.543)	1.455	2.998
i. Extranjera en Colombia	(152)	2.349	2.502
ii. Colombiana en el exterior	(1.391)	(894)	497
4. Cuentas corrientes netas ^{c/}	(3.409)	(2.606)	803
III. Reintegros netos de capital oficial ^{d/}	6.808	6.657	(151)
IV. Otras operaciones especiales ^{e/}	253	62	(191)
V. Variación de las reservas internacionales brutas (I + II + III + IV)	1.324	3.099	1.775

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

d/ 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.

e/ 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 (balanza cambiaria local).

US\$5.042 m, con lo que se compensaron parcialmente los ingresos por inversión directa y de portafolio.

En consecuencia, la tendencia en la cotización del peso también fue determinada por los mayores ingresos de IED y el aumento de la inversión de portafolio en Colombia. De esta forma, el total de ingresos mediante la cuenta de capital (público y privado) superó el déficit en la cuenta corriente y contribuyó a la apreciación del peso.

En los primeros días de enero de 2011 el peso colombiano se revaluó, tendencia que se revirtió hasta finales de febrero. De esta forma, en lo corrido del año (hasta el 28 de febrero) se registró una apreciación de 0,3%. La fortaleza del peso a comienzos de enero se debió a factores internos como: la recuperación de la liquidez en el mercado y la publicación de datos económicos mejores a los esperados, y a factores externos como el aumento en los precios de los productos básicos de exportación. La posterior devaluación ha estado asociada con la demanda puntual de dólares de una entidad para realizar una compra de acciones en esa moneda, el incremento en la percepción de riesgo debido a los conflictos políticos de algunos países de África y Medio Oriente, y la decisión del Banco de la República de extender su programa de acumulación de reservas internacionales hasta al menos el 17 de junio de 2011.

b. Tasa de cambio real

La tasa de cambio real (TCR)³³ que compara la inflación externa e interna en la misma moneda, es un indicador que permite analizar las implicaciones que tiene el comportamiento del tipo de cambio sobre la competitividad de un país. De esta forma, una apreciación en la TCR se puede interpretar como pérdidas en la competitividad entre dos países o como un diferencial de costos de producción.

Los índices de TCR bilateral, que utilizan el índice de precios al productor (IPP), muestran

que en 2010 el peso colombiano se revaluó frente a las monedas de sus principales socios comerciales, excepto con Brasil. Se destaca la apreciación en términos reales de 21% frente al bolívar fuerte venezolano y de 16,4% frente al euro (Cuadro 9).



La TCR multilateral de Colombia³⁴, medida tanto con el IPP como con el IPC, tuvo una tendencia decreciente durante el año 2010. Así, el índice medido con el IPP (Gráfico 61) se acercó a su promedio histórico, mientras que el construido con el IPC llegó a los niveles más bajos de las últimas dos décadas

³³ La tasa de cambio real se define como $ITCN(P^*/P)$, donde $ITCN$ es el índice de la tasa de cambio nominal que pondera la tasa de cambio del peso frente a las monedas de nuestros socios comerciales, P^* es el índice de precios ponderado de aquellos y P es el índice de precios de Colombia.

³⁴ La TCR multilateral se calcula con respecto a nuestros principales 20 socios comerciales, ponderado por comercio no tradicional.

Cuadro 9

Tasa de cambio real bilateral de Colombia

(variaciones porcentuales anuales promedio)

	2002-2008 ^{a/}		2009 ^{a/}		2010 ^{a/}	
	IPP	IPC	IPP	IPC	IPP	IPC
Estados Unidos	(15,4)	(33,2)	(1,5)	5,1	(7,4)	(12,5)
Venezuela	(5,4)	(16,5)	10,1	7,1	(22,3)	(21,2)
Ecuador	(23,8)	(27,5)	13,2	10,7	(10,3)	(10,9)
México	(26,5)	(37,4)	(6,0)	(8,6)	(4,3)	(4,0)
Brasil	68,4	31,7	(1,7)	1,1	3,7	2,3
Zona del euro	11,1	(1,5)	(1,4)	0,4	(14,6)	(16,4)
Perú	(10,8)	(20,3)	2,8	5,3	(5,9)	(6,7)
Japón	(21,0)	(31,4)	12,3	14,2	(7,7)	(8,7)
Chile	29,3	(6,7)	0,8	(1,8)	(7,0)	(4,1)
Canadá	(2,9)	(6,2)	(2,9)	(1,3)	(3,1)	(2,8)
Inglaterra	(17,2)	(17,0)	(7,3)	(11,2)	(10,5)	(10,6)

a/ Variaciones promedio entre enero y diciembre.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

(Gráfico 62). De esta forma, la tendencia de apreciación real de la tasa de cambio que inició en 2003 y que tuvo un leve receso en 2009, continuó el año anterior con revaluaciones importantes. Así, la TCR registró una apreciación anual en 2010 de 13,2% y 15,6% de acuerdo con las medidas de IPP e IPC, respectivamente, y por tanto una pérdida de competitividad.

Esta revaluación se debió, en gran parte, a la caída de la inflación externa, la cual fue parcialmente compensada por la devaluación nominal del peso frente al promedio de monedas de nuestros principales socios comerciales (Gráfico 63)³⁵.

Un indicador más específico de competitividad, el cual representa



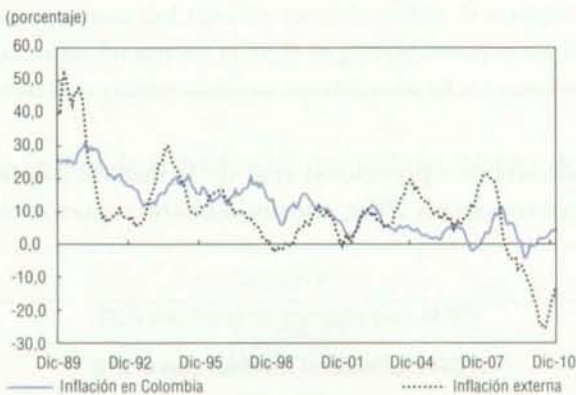
³⁵ A pesar de que el peso colombiano se revaluó frente a las monedas de nuestros principales socios comerciales, la caída de la ponderación de Venezuela en el comercial no tradicional generó una devaluación del índice agregado de la tasa de cambio nominal.

Gráfico 63

A. Índice de tasa de cambio nominal
(1994 = 100)



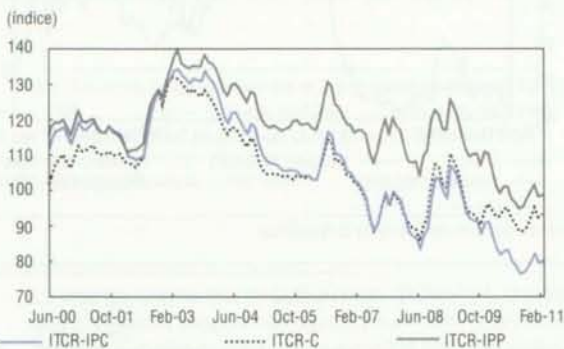
B. Inflación del IPP



Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 64

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



Fuente: cálculos del Banco de la República.

una tasa de cambio real multi-lateral con respecto a los países que compiten con nuestros principales productos de exportación (café, banano, flores y textiles) en el mercado estado-unidense, muestra una menor pérdida de competitividad, al apreciarse en términos anuales 6,2% en 2010 (Gráfico 64).

En lo corrido de 2011 a febrero la TCR ha presentado una revaluación frente a diciembre de 2010 de 3,0% de acuerdo con los índices medidos con el IPP y el IPC. Esto se debe, sobre todo, a la revaluación nominal del peso frente al dólar, dados los niveles elevados que registró la tasa de cambio en diciembre.

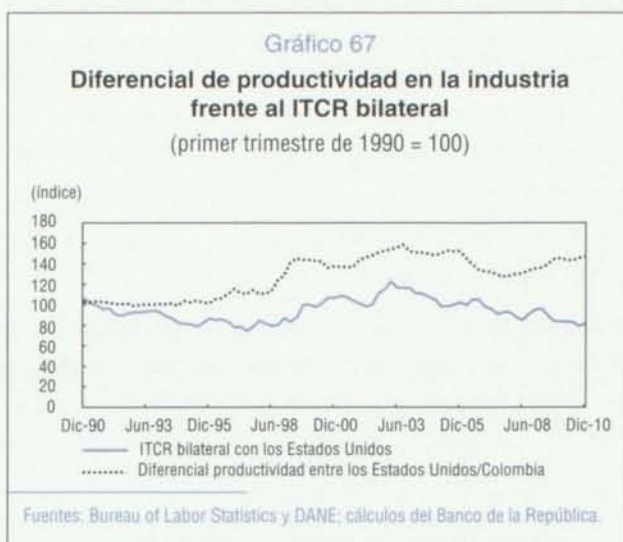
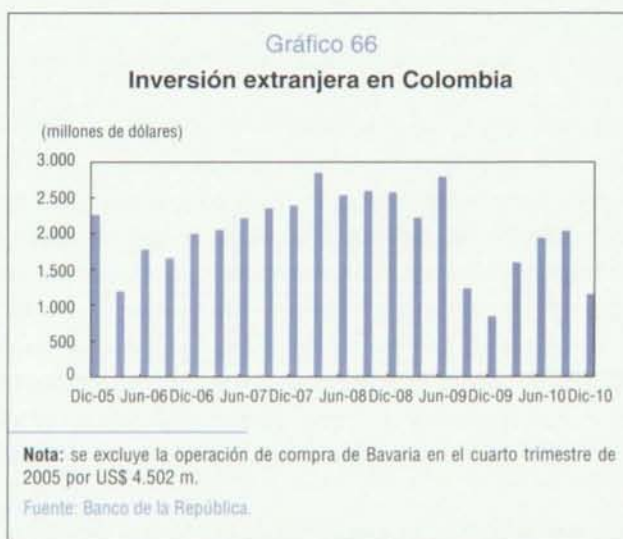
c. Factores que han incidido en el comportamiento de la TCR

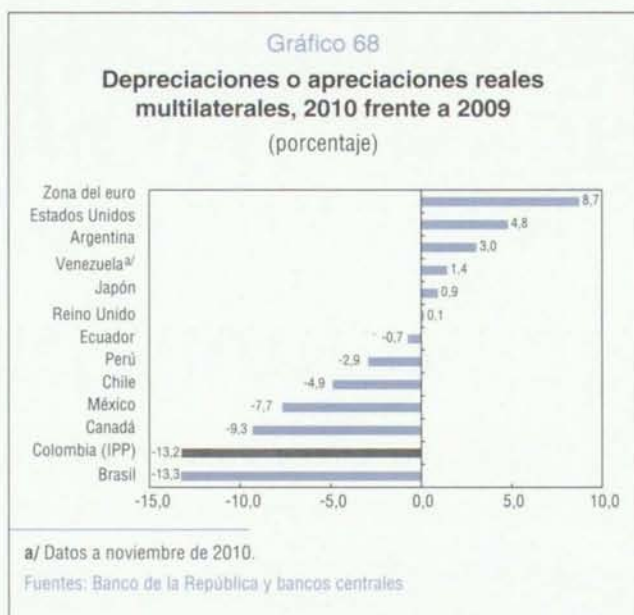
Los factores que influyen en el comportamiento de la TCR están relacionados con variables que afectan los precios relativos así como el desempeño de la economía colombiana y la de los países con los que Colombia comercia. Para comenzar, nuestro país ha registrado mejoras en sus términos de intercambio, las cuales se acentuaron desde los últimos meses de 2010 como resultado de las altas cotizaciones internacionales de los productos básicos de exportación (Gráfico 65).

De otro lado, con el inicio de la recuperación mundial la inversión extranjera en el país volvió a los niveles promedio de 2007, después de una fuerte caída en el segundo semestre de 2009 (Gráfico 66). En el corto plazo este incremento de recursos externos puede generar una apreciación real de nuestra moneda.

Por otra parte, 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 cambio. De acuerdo con el Gráfico 67, en 2010 la productividad por hora trabajada en la industria en Colombia creció menos (3,3%) que en los Estados Unidos (5,9%), con lo cual mediante este canal no se generaron presiones hacia la apreciación de la moneda.

Finalmente, la mayor confianza en las economías emergentes, los consiguientes flujos de capital y la debilidad del dólar y el euro han fortalecido a varias monedas de la región. De tal forma que la apreciación real observada durante 2010 no fue un fenómeno exclusivo de Colombia, pues también se dio en varias de las monedas de nuestros socios comerciales (Gráfico 68).





2. Evolución de la balanza de pagos de Colombia en 2010

En el año 2010 la recuperación de la economía internacional, el incremento de los precios internacionales de las materias primas, el crecimiento económico de los países de América Latina y la mayor confianza mundial en los mercados de la región permitieron la entrada de capitales que financiaron el mayor déficit corriente de la balanza de pagos de las economías latinoamericanas, especialmente mediante

aportes de capital por inversiones directas y desembolsos de deuda externa.

En el caso colombiano la mayor demanda interna incentivó la compra de bienes importados, no obstante al tiempo que los mayores precios internacionales de los productos básicos generaron un incremento de las exportaciones, lo que llevó a un superávit comercial de bienes. Sin embargo, en 2010 el déficit de la cuenta corriente en dólares se amplió frente a lo obtenido un año atrás, dados los mayores egresos netos por renta factorial y por servicios no factoriales. Así mismo, los ingresos netos por transferencias corrientes disminuyeron en el año como resultado de la reducción en el monto de las remesas de trabajadores recibidas del exterior.

De acuerdo con estimaciones de la balanza de pagos del país, los principales resultados para 2010 contabilizaron un déficit en la cuenta corriente de US\$8.944 m (3,1% del PIB³⁶), superior en US\$3.803 m al obtenido en 2009, cuando se ubicó en US\$5.141 m (2,2% del PIB); un superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$11.879 m (4,1% del PIB), superior en US\$5.624 m al registrado en 2009, cuando fue US\$6.254 m (2,6% del PIB) y una acumulación de reservas internacionales brutas de US\$3.136 m (Cuadro 10).

a. Cuenta corriente

El déficit de la cuenta corriente en 2010 fue superior en US\$3.803 m con respecto al valor registrado en 2009; esta ampliación del déficit se originó en el mayor incremento de los egresos (US\$10.985 m) frente al de los ingresos (US\$7.183 m). Durante 2010 los mayores egresos se explicaron, principalmente, por el incremento de las

³⁶ Corresponde a una estimación del PIB en dólares corrientes elaborada por el Banco de la República con base en información preliminar del DANE.

Cuadro 10
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	2009 (pr)	2010 (pr)	Variación (dólares)
I. Cuenta corriente (A + B + C)	(5.141)	(8.944)	(3.803)
Ingresos	44.778	51.961	7.183
Egresos	49.920	60.905	10.985
A. Bienes y servicios no factoriales	(262)	(1.329)	(1.067)
Ingresos	38.237	45.240	7.003
Egresos	38.500	46.569	8.069
1. Bienes	2.546	2.136	(410)
Ingresos	34.026	40.777	6.752
Egresos	31.479	38.641	7.162
2. Servicios no factoriales	(2.809)	(3.465)	(657)
Ingresos	4.212	4.463	251
Egresos	7.020	7.928	908
B. Renta de los factores	(9.492)	(12.096)	(2.604)
Ingresos	1.289	1.372	84
Egresos	10.781	13.468	2.687
C. Transferencias	4.614	4.481	(132)
Ingresos	5.253	5.349	96
Remesas de trabajadores	4.145	4.023	(122)
Otras transferencias	1.107	1.325	218
Egresos	639	867	228
II. Cuenta de capital y financiera (A + B)	6.254	11.879	5.624
A. Cuenta financiera (1 + 2)	6.254	11.879	5.624
1. Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)	12.598	6.741	(5.858)
a. Activos	3.079	6.502	3.423
i. Inversión colombiana en el exterior	3.088	6.504	3.416
Directa	3.088	6.504	3.416
De cartera	0	0	0
ii. Préstamos	0	0	0
iii. Crédito comercial	0	0	0
iv. Otros activos	(9)	(2)	7
b. Pasivos	15.686	13.251	(2.435)
i. Inversión extranjera en Colombia	11.959	7.673	(4.286)
Directa	7.137	6.760	(377)
De cartera	4.822	913	(3.909)
ii. Préstamos	1.781	5.509	3.728
iii. Crédito comercial	242	(3)	(245)
iv. Arrendamiento financiero	727	72	(655)
v. Otros pasivos	976	0	(976)
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	(8)	(8)	0
2. Flujos financieros de corto plazo (b - a)	(6.344)	5.138	11.482
a. Activos	4.518	1.478	(3.039)
i. Inversión de cartera	2.802	1.768	(1.034)
ii. Crédito comercial	80	(698)	(778)
iii. Préstamos	632	(20)	(652)
iv. Otros activos	1.004	428	(576)
b. Pasivos	(1.826)	6.616	8.443
i. Inversión de cartera	(154)	2.352	2.505
ii. Crédito comercial	(711)	312	1.023
iii. Préstamos	(1.002)	3.845	4.847
iv. Otros pasivos	41	108	67
B. Flujos especiales de capital	0	0	
III. Errores y omisiones netos	234	201	
IV. Variación de las reservas internacionales brutas	1.347	3.136	

(pr) preliminar.

Fuente: Banco de la República.

importaciones de bienes y servicios no factoriales (US\$8.069 m), debido al aumento en las compras externas efectuadas de bienes intermedios (particularmente en productos químicos, farmacéuticos y mineros), junto con una mayor demanda interna por equipo de capital y de bienes de consumo. Así mismo se observaron mayores egresos de renta factorial (US\$2.687 m) por los giros de utilidades y dividendos de las empresas multinacionales radicadas en Colombia que exportaron petróleo, carbón y ferroníquel.

La evolución de los ingresos corrientes se explica por el mayor valor exportado de bienes (US\$6.752 m), especialmente relacionado con el incremento en las cantidades despachadas de bienes de origen minero-energético y el aumento de los precios internacionales de los principales productos de exportación del país. Cabe señalar que el comportamiento del resto de exportaciones continúa siendo afectado desfavorablemente por las menores ventas hacia Venezuela. En particular, por la menor demanda de manufacturas colombianas por parte del país vecino, la cual registró una variación en 2010 de -64,9%.

Los ingresos corrientes igualmente fueron afectados por la disminución en el rubro de transferencias corrientes, debido a los menores ingresos por concepto de remesas de trabajadores. En efecto, los ingresos por remesas fueron inferiores en US\$122 m, al pasar de US\$4.145 m (1,8% del PIB) en 2009 a US\$4.023 m (1,4% del PIB) en 2010.

Por último, la balanza comercial de bienes fue superavitaria en US\$2.136 m, monto inferior en US\$410 m al obtenido en 2009. Este superávit se dio a pesar del menor crecimiento de las exportaciones (19,8%) frente al de las importaciones (22,8%).

b. Cuenta de capital y financiera

La cuenta de capital y financiera en 2010 presentó un superávit de US\$11.879 m, superior en US\$5.624 m al registrado en 2009. Las entradas netas de capitales en este período fueron el resultado, principalmente, de nuevo endeudamiento externo neto³⁷ (US\$13.100 m) y de ingresos netos por aportes de capital de inversión directa³⁸ (US\$256 m). Cabe señalar que el 79,0% de los nuevos créditos fueron contratados por el sector privado.

De acuerdo con el Cuadro 11, en 2010 la IED en Colombia fue de US\$6.760 m (2,4% del PIB), monto inferior en US\$377 m al de un año atrás, cuando se recibieron US\$7.137 m. La actividad petrolera y minera recibió el 72,7% (US\$4.917 m) de los ingresos netos registrados por este concepto. Los otros sectores que también canalizaron capitales

³⁷ Considera los pasivos y activos por concepto de préstamos directos, crédito comercial, arrendamiento financiero e inversiones de portafolio.

³⁸ Corresponde a la IED en Colombia menos la inversión directa de colombianos en el exterior.

Cuadro 11
Balanza de pagos de Colombia
Cuenta de capital y financiera
(millones de dólares)

	2009 (pr)	2010 (pr)	Variación (dólares)
Cuenta de capital y financiera (A + B + C)	6.254	11.879	5.624
A. Inversión directa (i - ii)	4.049	256	(3.793)
i. Inversión extranjera en Colombia	7.137	6.760	(377)
ii. Inversión colombiana en el exterior	3.088	6.504	3.416
B. Otros flujos de capital (I + II)	2.205	11.623	9.417
i. Sector público (a - b)	7.287	5.168	(2.119)
a. Pasivos	7.008	2.795	(4.213)
Inversión de cartera	4.659	1.328	(3.330)
Bonos	4.880	330	(4.550)
Desembolsos	5.505	1.281	(4.224)
Amortizaciones	626	952	326
TES	(221)	999	1.220
Préstamos	1.404	1.484	80
Desembolsos de largo plazo	2.691	2.278	(412)
Amortizaciones de largo plazo	1.074	1.225	151
Corto plazo	(213)	431	644
Crédito comercial	(17)	(4)	13
Arrendamiento financiero	(6)	(6)	1
Otros	968	(8)	(976)
b. Activos	(279)	(2.373)	(2.094)
Inversión de cartera	(331)	(2.316)	(1.985)
Préstamos	50	(62)	(112)
Otros	2	5	4
ii. Sector privado (a - b)	(5.082)	6.455	11.537
a. Pasivos	(294)	10.305	10.598
Inversión de cartera	10	1.937	1.927
Préstamos	(626)	7.869	8.495
Desembolsos de largo plazo	2.397	6.842	4.444
Amortizaciones de largo plazo	2.233	2.386	153
Corto plazo	(790)	3.414	4.204
Crédito comercial	(452)	313	764
Arrendamiento financiero	733	78	(655)
Otros	41	108	67
b. Activos	4.788	3.850	(938)
Inversión de cartera	3.133	4.084	951
Préstamos	582	43	(539)
Crédito comercial	80	(698)	(778)
Otros	993	421	(572)

(pr): preliminar.

Fuente: Banco de la República.

foráneos fueron la actividad financiera (US\$ 945 m), la industria manufacturera (US\$594 m), el comercio (US\$446 m), y la construcción (US\$262 m).

En relación con la inversión directa de Colombia en el exterior, los inversionistas colombianos adquirieron participaciones accionarias en empresas del exterior por US\$6.504 m, especialmente en actividades relacionadas con la explotación de minas y canteras, actividades de intermediación financiera e industria. Este flujo fue superior en US\$3.416 m en comparación con lo registrado un año atrás.

En el ámbito sectorial durante 2010 el sector público registró entradas netas de capital por US\$5.168 m, originadas principalmente en la contratación de deuda externa neta por US\$2.795 m y la liquidación de portafolios externos por US\$2.373 m. El nuevo endeudamiento externo se originó en los desembolsos netos de préstamos directos (US\$1.484 m), en la adquisición de TES por parte de no residentes (US\$999 m) y en la colocación neta de bonos en los mercados internacionales (US\$330 m).

Cabe mencionar que la liquidación de los portafolios externos del sector (US\$2.316 m) fueron utilizados, en gran parte, en la adquisición de empresas del sector minero-energético en el exterior.

Por su parte, el sector privado registró entradas de capital por US\$6.455 m, las cuales se originaron en los desembolsos netos de crédito externo por US\$10.305 m y que fueron parcialmente compensados con salidas de capital para la constitución de portafolios externos por US\$3.850 m. El endeudamiento externo neto de este sector fue explicado, en gran parte, con la contratación de nueva deuda por concepto de préstamos (US\$7.869 m) para constituir inversiones directas en el exterior, crédito comercial (US\$313 m) y arrendamiento financiero (US\$78 m). A su vez, la colocación de bonos en los mercados internacionales por parte de empresas colombianas ascendió a US\$1.937 m. Por otra parte, la constitución de activos en el exterior por US\$3.850 m correspondió en su mayoría a inversiones de portafolio, las cuales fueron realizadas por los fondos de pensiones y el sector privado no financiero.

c. Reservas internacionales

Al finalizar 2010, por transacciones de balanza de pagos se acumularon US\$3.136 m de reservas internacionales brutas, resultado de compras netas de divisas a los intermediarios del mercado cambiario por US\$3.060 m, ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales por US\$159 m y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República por US\$83 m.

3. Perspectivas de la balanza de pagos para 2011

Para la elaboración del pronóstico de la cuenta corriente del año 2011 del Banco de la República, se supone un crecimiento real mundial que, de acuerdo con las proyecciones del FMI podría ser de 4,4%, frente a 5,0% en 2010. El pronóstico de la

variación real del PIB ponderado para los socios comerciales de Colombia es de 2,9% en 2011, un poco inferior al observado en 2010 (3,0%). Implícito en este supuesto está el esperado para los Estados Unidos (2,7% en 2011 *vs.* 2,8% de 2010), Ecuador (2,7% en 2011 *vs.* 2,3% en 2010) y Venezuela (1,5% en 2011 *vs.* -2,0% de 2010).

Por otro lado, de acuerdo con analistas externos, los precios internacionales de los principales productos de exportación registrarían una tendencia favorable para Colombia e incluso más altos que los observados durante 2010, lo cual estaría en línea con el crecimiento positivo del PIB mundial. Aunque no se espera que las exportaciones hacia Venezuela exhiban una recuperación, ni que la sustitución por nuevos mercados sea rápida, las exportaciones sin principales productos³⁹ registrarían un incremento de 4,5%. Con esto, los ingresos en dólares por exportaciones totales de bienes del país podrían aumentar en cerca de 15,5%, 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 del país podrían aumentar en cerca de 10,0% anual, lo cual estaría asociado también 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 US\$9.952 m (equivalente a 3,2% del PIB), lo que implica una ampliación del déficit en cerca de US\$1.000 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 US\$12.096 m (4,2% del PIB) en 2010 a US\$13.769 m (4,5% del PIB) en 2011 debido al incremento de 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 12).

Otro factor que ayuda a explicar el valor proyectado de la cuenta corriente serán los menores ingresos netos de transferencias corrientes debido a la terminación de las ayudas de los Estados Unidos mediante el Plan Colombia. Por el contrario, un menor déficit comercial de bienes y servicios contribuirá a que el déficit corriente no sea mayor.

De otro lado, de acuerdo con la proyección, el déficit en cuenta corriente será en gran parte financiado con recursos provenientes de la inversión directa neta⁴⁰, que alcanzaría un valor equivalente a 2,5% del PIB, similar al promedio observado durante

³⁹ No considera las exportaciones de café, carbón, ferróniquel, oro, petróleo y derivados.

⁴⁰ Se define como la inversión directa de extranjeros en el país menos las inversiones directas de colombianos en el exterior.

Cuadro 12
Proyección de la balanza de pagos de Colombia

	Millones de dólares				Porcentaje del PIB			
	2008	2009	2010 (pr)	2011 ^{a/} (proy)	2008	2009	2010 (pr)	2011 ^{a/} (proy)
I. Cuenta corriente	(6.923)	(5.141)	(8.944)	(9.952)	(2,8)	(2,2)	(3,1)	(3,2)
A. Bienes y servicios no factoriales	(2.101)	(262)	(1.329)	(150)	(0,9)	(0,1)	(0,5)	(0,0)
1. Bienes	971	2.546	2.136	3.140	0,4	1,1	0,7	1,0
2. Servicios no factoriales	(3.072)	(2.809)	(3.465)	(3.290)	(1,3)	(1,2)	(1,2)	(1,1)
B. Renta de los factores	(10.333)	(9.492)	(12.096)	(13.769)	(4,2)	(4,0)	(4,2)	(4,5)
C. Transferencias	5.512	4.614	4.481	3.967	2,3	2,0	1,6	1,3
II. Cuenta de capital y financiera	9.492	6.254	11.879	11.412	3,9	2,6	4,1	3,7
A. Sector privado: Inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{b/}	9.155	2.669	9.659	9.561	3,7	1,1	3,4	3,1
B. Sector público ^{c/}	337	3.585	2.220	1.851	0,1	1,5	0,8	0,6
III. Errores y omisiones	53	234	201	0	0,0	0,1	0,1	0,0
IV. Variación de reservas internacionales brutas ^{d/}	2.623	1.347	3.136	1.460	1,1	0,6	1,1	0,5

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

a/ La proyección para el año 2011 se realizó para la Junta Directiva de enero y, por tanto, considera solo las compras de divisas al 15 de marzo.

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

c/ A partir de año 2008 no incluye operaciones de Ecopetrol.

d/ El saldo de las reservas internacionales netas considera los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

Fuente: Banco de la República.

los últimos cuatro años. No obstante, cabe mencionar que dicho nivel será mayor al registrado durante el año 2010, dadas las menores inversiones esperadas de colombianos en el exterior durante el presente año.

Así mismo, para 2011 la proyección considera un financiamiento externo por parte del sector público, similar al observado en 2010, que resulta de operaciones netas de crédito externo por US\$1.851 m, sin Ecopetrol⁴¹. Por último, la proyección de 2011 considera que la variación de las reservas internacionales brutas del país corresponde a su rendimiento financiero y a las compras que el Banco realizará durante 2011⁴².

4. Indicadores de vulnerabilidad externa

La estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para

⁴¹ De acuerdo con las cifras publicadas en el documento "Estrategia económica y fiscal 2010-2014", del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, noviembre de 2010.

⁴² La proyección de 2011 se realizó para la Junta Directiva del mes de enero y, por tanto, considera solo las compras de divisas hasta el 15 de marzo.

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 17 de mayo de 2010 el FMI aprobó una línea de financiamiento contingente por un valor aproximado de US\$3.500 m con plazo de un año, 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 externo⁴³.

Para determinar si las reservas internacionales de un país son suficientes para prevenir y combatir 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 13 presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas durante 2005-2011 para el caso colombiano. Los indicadores de los grupos A y B se ubican por encima de 1, nivel recomendado por el FMI. También puede observarse que todos los indicadores de estos grupos han presentado una mejora sustancial en el período. De otro lado, las razones del grupo C se han mantenido estables y están en niveles adecuados. Particularmente, la relación de reservas netas sobre importaciones de bienes, una de las medidas más usadas, se estima en 9,8 meses.

Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a otros países de la región se observa que el cociente de reservas a PIB se sitúa en niveles cercanos al registrado por México, y por debajo de Chile, Brasil y 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 depósitos en este país se contabiliza como reservas (Gráfico 69).

⁴³ Véase la Nota Editorial de la *Revista del Banco de la República*, mayo de 2010.

Cuadro 13
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (pr)	2011 (proy)
Saldo							
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/ b/}	14.947	15.436	20.949	24.030	25.356	28.452	30.279
Indicadores							
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa							
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	13.068	13.189	10.237	10.369	11.418	10.227	11.522
Reservas netas / amortizaciones deuda externa del año en curso	1,14	1,17	2,05	2,32	2,22	2,78	2,63
Reservas netas / amortizaciones deuda externa del siguiente año	1,13	1,51	2,02	2,10	2,48	1,81	2,31
B. Posición adecuada de liquidez externa							
RIN / (servicio de la deuda año corriente)	0,93	0,96	1,56	1,76	1,75	2,08	1,94
RIN / (servicio de deuda año siguiente)	0,93	1,15	1,53	1,66	1,86	1,41	1,77
RIN / (amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	1,00	0,95	1,29	1,39	1,53	1,48	1,41
RIN / (amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	0,92	0,95	1,21	1,45	1,32	1,11	1,35
C. Otros indicadores de reservas internacionales							
RIN como meses de importaciones de bienes ^{c/}	8,9	7,5	8,1	7,7	9,7	8,8	8,6
RIN/M3 (porcentaje) ^{d/}	30,1	26,1	27,0	29,2	26,2	24,7	24,2
RIN/PIB ^{e/}	10,2	9,5	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 y considera solo las compras de divisas al 15 de marzo.

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 el año 2011.

d/ 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.

En el caso del indicador de reservas a M3, Colombia registra niveles superiores a Chile, México y Brasil, y una posición inferior con respecto a 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 70).

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 71).

F. Política fiscal

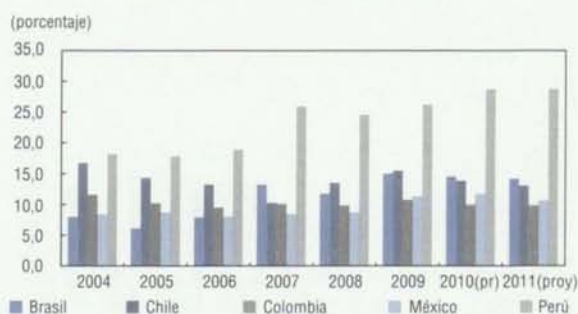
1. Medidas de política fiscal en 2010

En 2010 la política fiscal del Gobierno se diseñó sobre la base de que la economía había entrado en una fase de recuperación después de haber sufrido los efectos de la crisis financiera internacional. En este contexto, las autoridades consideraron prudente retirar de manera gradual el estímulo fiscal, que moderó el efecto de la crisis sobre la economía colombiana. A principios de 2010 el gobierno anterior anunció el retorno a la senda de ajuste fiscal, previa a la crisis, con el fin de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública y minimizar los efectos macroeconómicos que se pueden derivar de un inadecuado manejo fiscal. De esta forma, la meta de déficit fiscal se estableció teniendo en cuenta el efecto rezagado de la crisis sobre los ingresos del Gobierno, la caída de los precios internacionales del petróleo en 2009 y las posibilidades de financiamiento del déficit del sector público.

El nuevo gobierno manifestó su compromiso con la sostenibilidad fiscal del país, brindó apoyo a las iniciativas del gobierno anterior y presentó al Congreso de la República algunas propuestas de reforma que o bien fueron aprobadas al final del año 2010 o aún se encuentran en trámite. En primer lugar, cabe destacar el

Gráfico 69

Reservas internacionales/PIB



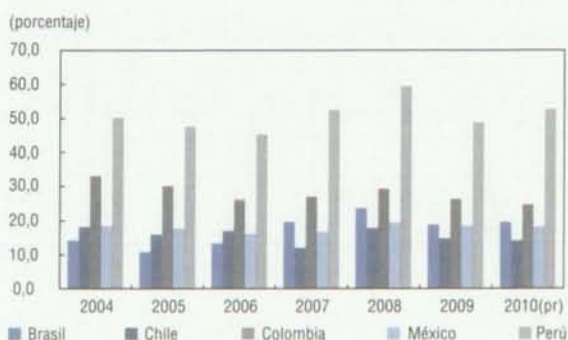
(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

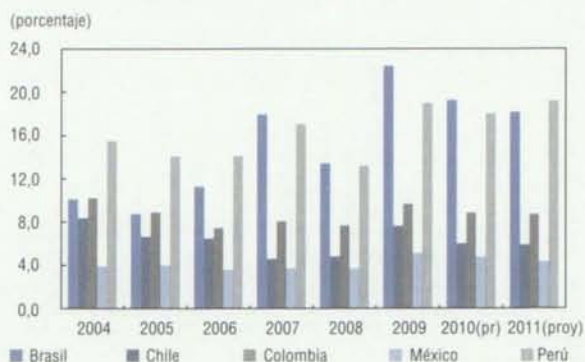
Fuentes: bancos centrales de los países, *The Economist Intelligence Unity* Banco de la República.

Gráfico 70

A. Reservas internacionales/M3



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



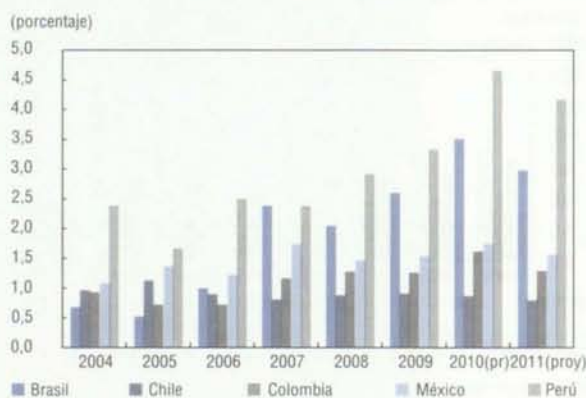
(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

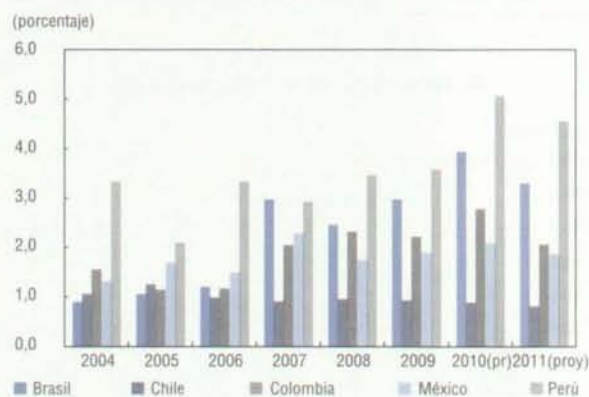
Fuentes: bancos centrales de los países, *The Economist Intelligence Unity* Banco de la República.

Gráfico 71

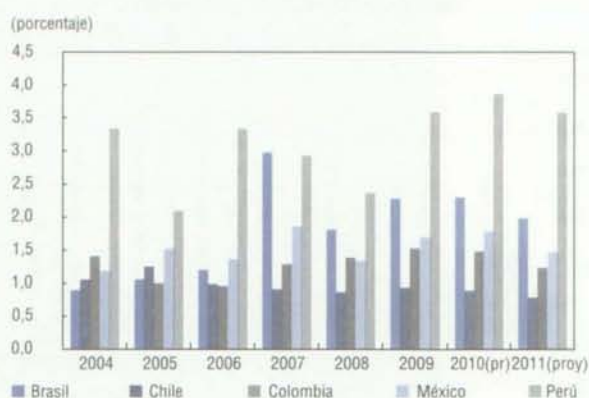
A. Reservas internacionales/servicio de la deuda



B. Reservas internacionales/amortizaciones



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



(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

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

proyecto de acto legislativo que eleva a rango constitucional el principio de la sostenibilidad fiscal, el cual cursó los primeros cuatro debates en el Congreso después de su presentación en el mes de julio. En segundo lugar, cabe resaltar el proyecto de ley que establece una regla cuantitativa de carácter fiscal para las operaciones del Gobierno nacional, que se radicó para la aprobación del Congreso en el mes de septiembre. Sobre este proyecto es necesario aclarar que, si bien fue concebido por la anterior administración, la cual presentó un estudio que proponía una regla cuantitativa sobre el balance primario del Gobierno nacional central (GNC), el nuevo gobierno presentó al Congreso una propuesta que establece como indicador objetivo el balance estructural total del GNC.

En el mes de agosto el Gobierno también sometió a consideración del Congreso un proyecto de acto legislativo para modificar el actual régimen de regalías a partir de una serie de principios, como son la equidad social y regional, el ahorro futuro, la competitividad regional y el buen gobierno. Con este proyecto se busca mejorar la distribución territorial de los recursos e incorporar criterios de asignación basados en indicadores de población, pobreza y eficiencia del gasto. Con la reforma al régimen de regalías se otorga mayor autonomía a

las regiones en el uso de los recursos y se establece la estructura del nuevo sistema general de regalías. Este sistema estará conformado por las entidades productoras, que continuarán participando de las regalías, y por los fondos de ahorro y estabilización, compensación regional, desarrollo regional, ciencia, tecnología e innovación y ahorro pensional territorial. Vale la pena señalar que el GNC no participará de las rentas provenientes de las regalías.

En materia de impuestos, y con el fin de mejorar la competitividad empresarial y el recaudo nacional, el nuevo gobierno tramitó un proyecto que se materializó en la Ley 1430 del 29 de diciembre de 2010. Esta norma eliminó la deducción por inversión en activos fijos, redujo gradualmente la sobretasa del 20% sobre el consumo de energía a cargo de la industria, hasta su completa eliminación en 2012, e introdujo algunos ajustes al cobro del impuesto a las transacciones financieras. Para este último tributo la ley también ordenó su eliminación gradual, con una reducción de dos puntos en la tarifa en 2014, un punto en 2016 y un último punto en 2018. Vale la pena mencionar que con esta reforma se tomaron medidas conducentes a la eliminación de la evasión de la que era objeto el 4×1.000 y por cuyo efecto el Gobierno nacional espera aumentar de manera importante el recaudo por dicho concepto mientras este impuesto permanezca vigente.

De manera complementaria, en octubre de 2010 el Gobierno nacional llevó a cabo una reforma a la estructura arancelaria del país, con el fin primordial de apoyar la productividad de las empresas, especialmente del sector exportador, reduciéndoles costos no laborales. Con ese propósito la reforma se orientó a superar varios de los problemas que caracterizaban la estructura arancelaria del país, como las protecciones efectivas negativas y la alta dispersión arancelaria. De esta forma, los aranceles nominales promedio se redujeron de niveles cercanos a 12% a un nivel promedio de 8%. En particular, los aranceles de bienes de capital y materias primas se fijaron en 5% y los de bienes de consumo en 15%. Por tanto, se calcula que la protección efectiva para el total de la economía se redujo de 25,9% a 19,5% por cuenta de esta modificación arancelaria, la cual también corrigió el problema de tasa de protección efectiva negativa para 26 partidas arancelarias.

Si bien en el corto plazo estas reformas implican un costo fiscal para la nación, se espera que la eliminación de las distorsiones en la estructura tributaria del país redunde en beneficio de las empresas y de su competitividad. Ello tendrá efectos favorables sobre el crecimiento económico de largo plazo, que finalmente se verá reflejado en un mayor recaudo fiscal de carácter más estructural. El Cuadro 14 resume el efecto fiscal que se calcula de cada una de las reformas, el cual en términos netos será favorable a las finanzas de la nación.

Así mismo, en diciembre de 2010 el Congreso de la República aprobó una reforma al sistema de salud (Ley 1438 de 2011), orientada al fortalecimiento del sistema general de seguridad social en salud mediante la mejora en la coordinación del Estado, instituciones y sociedad, organizado en torno de la estrategia de atención primaria

Cuadro 14
Efecto fiscal de las reformas tributarias de 2010

	2011	2012	2013	2014
Billones de pesos				
Ley 1430 de 2010	1,7	4,4	5,1	2,4
Reforma arancelaria	(1,2)	(0,9)	(0,9)	(0,9)
Efecto fiscal neto	0,5	3,5	4,2	1,5
Porcentaje del PIB				
Ley 1430 de 2010	0,3	0,7	0,8	0,3
Reforma arancelaria	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Efecto fiscal neto	0,1	0,6	0,6	0,2

Fuente: Dirección General de Política Macroeconómica del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

en salud. La ley contempla medidas para garantizar la universalización del aseguramiento en salud, unificación y actualización de los planes de beneficio de los regímenes contributivo y subsidiado, garantía de portabilidad, y medidas de sostenibilidad financiera y de racionalización a la prestación de servicios no incluidos en los planes obligatorios de salud (POS). En este sentido cabe señalar que esta reforma complementa las medidas adoptadas a comienzos de 2010 en el marco de la emergencia social decretada por el Gobierno y que buscaba asegurar la sostenibilidad financiera del sector salud.

Finalmente, para estimular la generación de empleo y la formalización empresarial y laboral del país, se expidió la Ley 1429 del 29 de diciembre de 2010. En cuanto a la formalización de las empresas y, en particular, de las pequeñas firmas que inicien su actividad económica a partir de la promulgación de dicha ley, se establecen transitoriamente una serie de incentivos tributarios en renta y en el pago de las contribuciones parafiscales y otros aportes de nómina. Para la generación de empleo de los grupos vulnerables, como son los menores de 28 años, las mujeres mayores de cuarenta años, los trabajadores de bajos ingresos y las personas en situación de desplazamiento, en proceso de reintegración o en condición de discapacidad, las empresas podrán descontar temporalmente del impuesto de renta el pago efectuado por concepto de contribuciones parafiscales.

2. Resultados fiscales de 2010

Con información preliminar del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, al cierre del año 2010 el sector público consolidado (SPC) registró un déficit de \$16.360 mm, equivalente a 3,0% del PIB. Frente a la meta anunciada en el mes de noviembre (3,6% del PIB), este resultado evidencia un mejor desempeño fiscal del GNC, cuyo déficit

(3,7% del PIB) fue inferior en aproximadamente 0,5% del producto con respecto a la estimación más reciente a la fecha (4,2% del PIB). El sector público descentralizado contabilizó un superávit de \$4.141 mm (0,8% del PIB), que se originó en los fondos públicos de pensiones incluidos en el sector de la seguridad social. El Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin) contabilizó un superávit de \$927 mm (0,2% del PIB) y los costos de reestructuración financiera alcanzaron \$338 mm (0,1% del PIB). Por su parte, las obligaciones derivadas de la emergencia invernal alcanzaron \$848 mm (0,2% del PIB)⁴⁴ (Cuadro 15).

Las operaciones del GNC registraron en el año una caída de 2,8% tanto en los ingresos como en los gastos. Las rentas de origen tributario crecieron 2,4% anual gracias a los impuestos externos, cuyo recaudo aumentó 12,7% como consecuencia del dinamismo de las importaciones. El impuesto de renta y el IVA sobre la actividad económica

Cuadro 15
Sector público consolidado
Balance fiscal, 2009 y 2010

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2009	2010 (pr)	2009	2010 (pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1+ 2)	(12.865)	(16.030)	(2,5)	(2,9)
1. Gobierno nacional	(20.715)	(20.171)	(4,1)	(3,7)
2. Subtotal sector descentralizado ^{a/}	7.850	4.141	1,5	0,8
Seguridad social	6.451	4.587	1,3	0,8
Empresas nacionales	1.002	(498)	0,2	(0,1)
Empresas locales	(382)	(897)	(0,1)	(0,2)
Regiones locales	779	950	0,2	0,2
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	599	223	0,1	0,0
C. Balance de Fogafin	926	927	0,2	0,2
D. Costos de la reestructuración financiera ^{b/}	(1.117)	(338)	(0,2)	(0,1)
E. Costos de la emergencia invernal	0	(848)	0,0	(0,2)
F. Ajustes	(1.237)	(295)	(0,2)	(0,1)
G. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E + F)	(13.695)	(16.360)	(2,7)	(3,0)

(pr) preliminar.

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

b/ Corresponden a pagos de intereses, amortizaciones e indexaciones asociados con la crisis financiera de finales de los años noventa, los cuales fueron asumidos por el Gobierno nacional central.

Nota: déficit (-) o superávit (+).

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

⁴⁴ Los costos de la emergencia invernal en 2010 fueron asumidos en su totalidad por la nación.

interna contabilizaron en conjunto un leve crecimiento de 0,2% debido al menor recaudo proveniente del sector petrolero. El pago del impuesto a cargo de dicho sector cayó de \$5.800 mm en 2009 a \$2.764 mm en 2010. Los recursos de capital mostraron una caída de 37,4% en términos anuales, en gran parte, por los menores dividendos transferidos por Ecopetrol a la nación, los cuales se vieron afectados por el comportamiento del precio internacional del petróleo en 2009 (Cuadro 16).

Los gastos totales del GNC presentaron una caída de 2,8% en el año, que es atribuible al comportamiento de los intereses de la deuda, los gastos de funcionamiento y los pagos de inversión, que disminuyeron 2,5%, 2,0% y 9,2%, respectivamente. Dentro del rubro de funcionamiento, los servicios personales crecieron 7,3%, los gastos generales 10,3% y las transferencias registraron una caída de 4,6%, debido a que en el año 2010 el GNC no asumió ningún costo por concepto del subsidio a los combustibles⁴⁵. Las transferencias por el sistema general de participaciones (SGP) alcanzaron \$22.933 mm, con un crecimiento de 6,5% anual, y los pagos por pensiones se situaron en \$19.235 mm, con un incremento de 3,1%. El crecimiento moderado de este último rubro obedece al traslado de afiliados de los fondos privados al régimen de prima media. Los gastos de inversión sumaron \$10.473 mm, los cuales se asignaron principalmente a programas sociales y a proyectos de infraestructura. La caída en este último rubro, con respecto a 2009, refleja la decisión del gobierno anterior de retirar gradualmente el estímulo fiscal utilizado para moderar los efectos de la crisis.

El déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración financiera y los derivados de la emergencia invernal, ascendió a \$21.357 mm, equivalentes a 3,9% del PIB. El financiamiento externo neto contabilizó \$2.974 mm, con desembolsos por \$6.305 mm frente a amortizaciones por \$3.331 mm. El crédito interno neto alcanzó \$16.288 mm, proveniente de colocaciones de títulos TES de largo y corto plazos por \$37.465 mm frente a amortizaciones por \$21.177 mm. Los recursos por privatizaciones alcanzaron \$533 mm, que se obtuvieron como remanente del proceso de descapitalización de Ecogas. Con estas operaciones, el saldo de la deuda bruta del GNC ascendió de 37,5% del PIB en 2009 a 38,6% del PIB en 2010. El componente interno de la deuda alcanzó 27,4% del PIB y el externo 11,2% del PIB.

En cuanto al sector descentralizado, cabe destacar la seguridad social, cuyo superávit (0,8% del PIB) fue inferior al observado en 2009 (1,3% del PIB) debido al deterioro en las operaciones fiscales del subsector de salud y a los menores rendimientos financieros de los fondos públicos de pensiones. La seguridad social en salud experimentó un año difícil por el desbalance en las operaciones del Fosyga, como consecuencia del aumento en los recobros por servicios y medicamentos excluidos del POS.

⁴⁵ En el año 2009 los pagos por concepto de subsidio a los combustibles ascendieron a \$4.906 mm.

Cuadro 16
Gobierno nacional central
Balance fiscal, 2009 y 2010
(miles de millones de pesos)

Concepto	2009	2010 (pr)	Crecimiento 2009-2010
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	77.155,5	74.957,0	(2,8)
A. Tributarios	65.196,0	66.771,6	2,4
Renta e IVA interno	45.725,6	45.804,4	0,2
IVA externo y gravamen arancelario	12.302,2	13.868,4	12,7
Gasolina	1.291,5	1.418,8	9,9
Gravamen a los movimientos financieros	3.121,3	3.225,8	3,3
Patrimonio	2.022,8	1.970,5	(2,6)
Otros	732,6	483,8	(34,0)
B. No tributarios	463,0	626,9	35,4
C. Fondos especiales	1.061,5	1.010,2	(4,8)
D. Recursos de capital	10.418,3	6.521,7	(37,4)
Rendimientos financieros	758,1	497,9	(34,3)
Excedentes financieros	8.568,0	5.241,7	(38,8)
Otros	1.092,2	782,1	(28,4)
E. Ingresos causados	16,8	16,8	(0,0)
II. Gastos totales (A + B + C + D + E)	97.870,5	95.128,1	(2,8)
A. Intereses	14.582,7	14.212,7	(2,5)
Externos	3.846,0	3.651,5	(5,1)
Internos	10.736,7	10.561,1	(1,6)
B. Funcionamiento ^{a/}	71.009,2	69.593,5	(2,0)
Servicios personales	10.861,6	11.649,5	7,3
Transferencias	56.246,6	53.640,9	(4,6)
Gastos generales	3.901,0	4.303,1	10,3
C. Inversión ^{a/}	11.536,1	10.473,2	(9,2)
D. Préstamo neto	176,0	214,0	21,6
E. Pagos causados ^{a/}	566,5	634,8	12,1
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II)	(20.715,0)	(20.171,1)	(2,6)
Costo de reestructuración financiera	1.117,3	337,8	(69,8)
Costo de la emergencia inercial ^{b/}	0,0	848,0	-
IV. Déficit total por financiar	(21.832,3)	(21.356,9)	(2,2)
V. Financiamiento (A + B + C + D + E)	21.832,3	21.356,9	(2,2)
A. Crédito externo neto	9.241,6	2.973,9	(67,8)
Desembolsos	11.924,8	6.305,4	(47,1)
Amortizaciones	2.683,3	3.331,5	24,2
B. Crédito interno neto	11.538,8	16.288,3	41,2
Desembolsos	32.544,5	37.465,5	15,1
Amortizaciones	21.005,7	21.177,2	0,8
C. Utilidades del Banco de la República	818,6	0,0	(100,0)
D. Privatizaciones	923,0	533,3	(42,2)
E. Otros	(689,7)	1.561,3	(326,4)
VI. Déficit total por financiar como porcentaje del PIB	(4,3)	(3,9)	

(pr) preliminar.
a/ Incluye pagos y variación en las cuentas por pagar.
b/ Corresponde a indexación de TES denominados en UVR.
c/ Neto entre ingresos y gastos de la emergencia asumidos por el Gobierno nacional.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

3. El plan financiero para 2011

Durante la actual administración la política fiscal estará orientada hacia el crecimiento económico, mediante la asignación de recursos a sectores que tienen un efecto multiplicador sobre la economía y la generación de empleo. Este propósito no altera el compromiso del Gobierno con la sostenibilidad fiscal del país, la cual se asegurará mediante la reducción gradual del déficit fiscal, hasta un nivel cercano al equilibrio al final de 2014.

El primer sector identificado por el Gobierno como motor del crecimiento es el minero-energético, que ha registrado un buen dinamismo en los últimos años y sobre el cual existen expectativas favorables en el mediano plazo por el aumento en la producción de crudo. En este sentido, la reforma al régimen de regalías y la adopción de una regla fiscal pueden crear las condiciones para ahorrar una parte de los recursos generados por el sector y para moderar los efectos macroeconómicos indeseables derivados de una bonanza minera. El Gobierno espera que el auge de la actividad petrolera genere una serie de encadenamientos productivos con la industria y el sector de servicios, que estimulen la creación de nuevos puestos de trabajo.

El segundo sector es el de la vivienda, que si bien ha registrado altas tasas de crecimiento durante los últimos años, aún evidencia un atraso que es necesario corregir. Para este sector, identificado como importante generador de empleo, se ha previsto la creación de incentivos dirigidos a aumentar la oferta de vivienda, especialmente la de los estratos medios y bajos. La infraestructura constituye otra de las denominadas locomotoras del crecimiento económico y recibirá especial atención por parte del Gobierno mediante la continuación de las obras que se vienen ejecutando, además de la identificación de nuevos proyectos con alto impacto económico. La agricultura será uno de los principales motores del crecimiento a través de una política de restitución de tierras, el establecimiento de incentivos para la tecnificación del campo y la firma de nuevos tratados comerciales que amplíen los mercados de exportación. Finalmente, la innovación tecnológica recibirá un gran apoyo, especialmente con recursos de las regalías, con el fin de mejorar la calidad del capital humano y la productividad general de la economía.

Desde el punto de vista contable, es importante señalar que la meta de déficit fiscal del sector público para 2011 se estableció en 3,5% del PIB. Esto supone un déficit de 3,7% del PIB para el GNC y un superávit de 0,6% del PIB para el sector descentralizado. Se estima que las operaciones de caja del Fogafin registren un superávit de 0,2% del PIB y que el Banco de la República genere un déficit de 0,1% del PIB. Los costos asociados con la emergencia invernal se proyectan en 0,5% del PIB, de los cuales cerca del 80% será financiado por el GNC (Cuadro 17).

De acuerdo con las estimaciones oficiales más recientes, el GNC contabilizará un incremento de 14,5% en los ingresos y de 13,2% en los gastos. Los ingresos estarán jalonados por renta e IVA interno, cuyo recaudo conjunto aumentará 17,8% gracias

Cuadro 17
Sector público consolidado
Balance fiscal, 2010 y 2011

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2010 (pr)	2011 (proy)	2010 (pr)	2011 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(16.030)	(18.079)	(2,9)	(3,1)
1. Gobierno nacional	(20.171)	(21.847)	(3,7)	(3,7)
2. Subtotal sector descentralizado^{a/}	4.141	3.767	0,8	0,6
Seguridad social	4.587	4.248	0,8	0,7
Empresas nacionales	(498)	887	(0,1)	0,2
Empresas locales	(897)	(536)	(0,2)	(0,1)
Regiones locales	950	(832)	0,2	(0,1)
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	223	(359)	0,0	(0,1)
C. Balance de Fogafin	927	1.022	0,2	0,2
D. Costos de la reestructuración financiera ^{b/}	(338)	(282)	(0,1)	(0,0)
E. Costos de la emergencia invernal	(848)	(2.760)	(0,2)	(0,5)
F. Ajustes	(295)	0	(0,1)	0,0
G. Total sector público consolidado				
(A + B + C + D + E + F)	(16.360)	(20.459)	(3,0)	(3,5)

(pr) preliminar.
(proy) proyectado.
a/ No se incluyen los balances de Ecopetrol ni de Isagen.
b/ Corresponden a pagos de intereses, amortizaciones e indexaciones asociados con la crisis financiera de finales de los años noventa, los cuales fueron asumidos por el Gobierno nacional central.
Nota: déficit (-) o superávit (+).
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

al crecimiento de la economía previsto para el año, al mayor pago de renta por parte de Ecopetrol y a la ley de ajuste tributario de 2009 (que redujo de 40% a 30% la deducción por inversión en activos fijos). El gravamen a los movimientos financieros crecerá 40,6%, debido a la reforma tributaria de finales de 2010 que estableció el cobro del impuesto a los créditos desembolsados a terceros y a las operaciones de compensación y liquidación de valores para efectuar pagos a terceros. Por su parte, los recursos de capital aumentarán 17,0%, por el mayor traslado esperado de dividendos de Ecopetrol al Gobierno. El impuesto al patrimonio no incluye los recursos adicionales que provendrán de la declaratoria de la emergencia invernal. Estos se estiman en \$830 mm y se contabilizan en el rubro de costos de la emergencia invernal (Cuadro 18).

Por el lado de los gastos se estima un incremento anual de 17,4% en el pago de intereses de la deuda, 10,4% en funcionamiento y 22,5% en inversión. La expansión de los gastos de funcionamiento estará asociada con los rubros de transferencias y servicios personales, que aumentarán 11,4% y 9,4%, respectivamente. El comportamiento de las transferencias estará ligado al SGP, cuyo monto crecerá 4,4%, y a los subsidios en tarifas eléctricas, pagos en salud y sentencias. Los mayores gastos de

Cuadro 18
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	85.846	14,5
A. Tributarios	66.781	76.132	14,0
Renta e IVA interno	45.797	53.935	17,8
IVA externo y gravamen arancelario	13.885	13.489	(2,9)
Gasolina	1.419	1.464	3,2
Gravamen a los movimientos financieros	3.226	4.535	40,6
Patrimonio	1.971	2.318	17,6
Otros	484	391	(19,1)
B. No tributarios	627	534	(14,8)
C. Fondos especiales	1.010	1.536	52,1
D. Recursos de capital	6.522	7.627	17,0
Rendimientos financieros	498	494	(0,7)
Excedentes financieros	5.242	6.784	29,4
Otros	782	349	(55,4)
E. Ingresos causados	17	17	0,0
II. Gastos totales (A + B + C + D + E)	95.128	107.693	13,2
A. Intereses	14.213	16.683	17,4
Externos	3.652	4.748	30,0
Internos	10.561	11.935	13,0
B. Funcionamiento ^{a/}	69.594	76.823	10,4
Servicios personales	11.649	12.749	9,4
Transferencias	53.641	59.760	11,4
Gastos generales	4.303	4.313	0,2
C. Inversión ^{a/}	10.473	12.832	22,5
D. Préstamo neto	214	301	40,9
E. Pagos causados ^{a/}	635	1.054	66,1
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II)	(20.171)	(21.847)	8,3
Costo de reestructuración financiera	338	282	(16,4)
Costo de la emergencia invernal ^{a/}	848	2.147	153,2
IV. Déficit total por financiar	(21.357)	(24.276)	13,7
V. Financiamiento (A + B + C + D + E)	21.357	24.276	13,7
A. Crédito externo neto	2.974	4.747	59,6
Desembolsos	6.305	7.101	12,6
Amortizaciones	3.331	2.354	(29,3)
B. Crédito interno neto	16.288	15.076	(7,4)
Desembolsos	37.465	40.213	7,3
Amortizaciones	21.177	25.138	18,7
C. Utilidades del Banco de la República	0	0	-
D. Privatizaciones	533	1.882	252,9
E. Otros	1.561	2.571	64,7
VI. Déficit total por financiar como porcentaje del PIB	(3,9)	(4,1)	

(pr) preliminar.

(proy) proyectado.

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

b/ Corresponde a indexación de TES denominados en UVR.

c/ Neto entre ingresos y gastos de la emergencia asumidos por el Gobierno nacional.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

personal reflejarían tanto las erogaciones para el sector defensa como la inclusión de nuevos recursos para atender parte de los gastos relacionados con la creación de nuevos ministerios. La inversión incluirá los recursos adicionales asignados por el Gobierno a los sectores identificados como las locomotoras del crecimiento. Por su parte, la partida para pensiones ascenderá a \$21.739 mm, de los cuales \$8.200 mm se girarán al Instituto de Seguros Sociales (ISS).

De esta forma, el déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración financiera y los de la emergencia invernal, ascenderá a \$24.276 mm (4,1% del PIB). El financiamiento externo neto alcanzará \$4.747 mm y el interno neto contabilizará \$15.076 mm. El GNC espera captar \$1.882 mm, como resultado del proceso de optimización de activos. Los restantes \$2.571 mm serán obtenidos fundamentalmente mediante el uso de los recursos del portafolio de la DGTN.

Recuadro 4

LA PARTICIPACIÓN LABORAL Y EL EMPLEO INFORMAL EN COLOMBIA: DOS POSIBLES HIPÓTESIS

1. Coyuntura

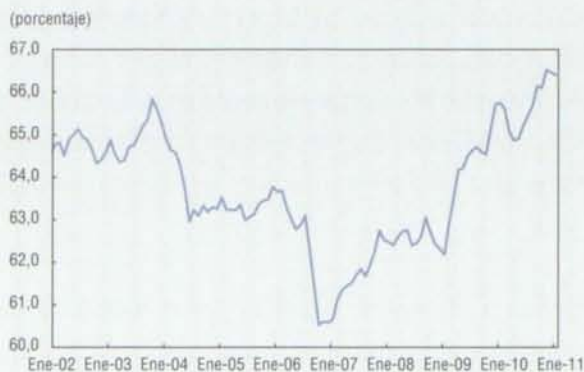
En el último año la tasa global de participación (TGP) —que mide la oferta laboral— se incrementó de manera significativa, especialmente desde el segundo trimestre de 2010.

Ello llevó a que en diciembre la TGP se ubicara en niveles históricamente altos (Gráfico R4.1). Simultáneamente, el empleo informal se expandió fuertemente y generó más de 290.000 plazas de trabajo entre abril y diciembre del mismo año (Gráfico R4.2). Estos fenómenos —incrementos fuertes en participación y aumento de la informalidad— han estado generalmente asociados con períodos de deterioro en

Gráfico R4.1

Tasa global de participación (TGP)

(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)

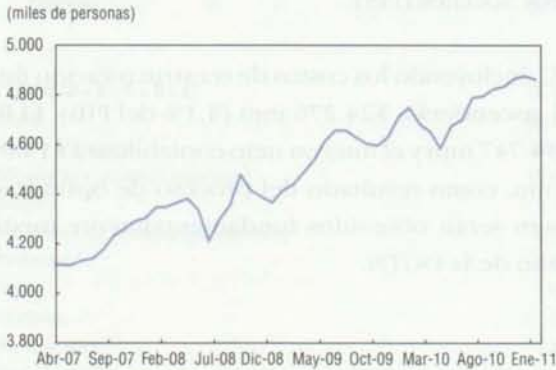


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R4.2

Ocupados informales

(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

las condiciones laborales, por lo que aparentemente entran en contradicción con el hecho de que la economía ha ingresado ya en una fase expansiva. A pesar de que no existe un consenso teórico o empírico sobre los determinantes de la oferta laboral en Colombia, en este recuadro se exploran dos hipótesis que podrían explicar la ocurrencia de estos hechos en 2010.

La primera hipótesis parte de una recuperación de la actividad económica sustentada en el consumo interno. Ello podría estar generando una mayor demanda por servicios informales, de manera que aquellos agentes de bajos ingresos y no calificados, cuyas posibilidades laborales se concentran en la informalidad, pueden tener incentivos a participar en el mercado en busca de satisfacer esa mayor demanda por servicios informales. Lo anterior explicaría la reciente expansión de la oferta de trabajo y el mayor empleo informal que la acompañó.

La segunda hipótesis consiste en una falta de demanda de trabajos *formales* para agentes no calificados. Esto podría estar conduciendo a que hogares de ingresos bajos —donde se concentra la población con poca educación— se vean obligados a mantener trabajos informales o no asalariados, caracterizados por ser inestables y de menores ingresos, por lo que continuarían expulsando trabajadores al mercado laboral para mantener su nivel de gasto. Ello podría explicar también la continua expansión de la oferta laboral y del empleo informal, pero tendría implicaciones distintas sobre la actividad económica, pues sugeriría que persisten algunas condiciones precarias en los ingresos de los hogares de bajos recursos.

Como se explica en las conclusiones, la información disponible parece indicar que es la segunda hipótesis la que primó en 2010, y que la recuperación de los ingresos de algunos sectores de la población se habría dado a un menor ritmo que en el resto de la economía, lo cual estaría detrás de la continua entrada de agentes al mercado informal.

2. Evidencia empírica

a. Primera hipótesis: "Mayor demanda por servicios informales genera una entrada de agentes no calificados para suplirla"

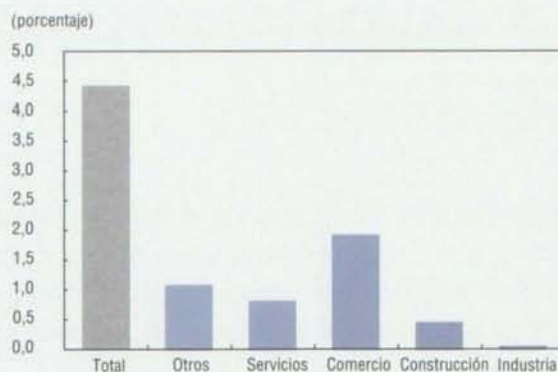
Aunque parte del impulso de la demanda agregada puede ser explicado por el gasto público, uno de los componentes más importantes ha sido el consumo privado interno. Esto puede verse reflejado en la descomposición de empleo por ramas de actividad económica, en la cual el comercio y los servicios explican en buena medida la aceleración de la demanda de trabajo en 2010 (Gráfico R4.3).

Dado que en estas ramas se encuentra el grueso de los servicios informales, lo anterior podría dar indicios de que aumentos en la demanda agregada tienen una incidencia importante sobre la actividad de los servicios informales, y sobre la oferta de empleo.

Con el fin de evaluar si la demanda agregada puede estar impulsando el empleo informal, se examinó la relación entre la brecha del producto y la brecha de informalidad. Para ello se usó la brecha del producto oficial del Banco de la República y un indicador de empleo informal. A pesar de que el DANE publica una medida de informalidad de acuerdo con su definición de ocupados informales en empresas de menos de cinco trabajadores, esta serie está disponible solo desde 2007, por lo que se utilizó como *proxy* el empleo no asalariado, sobre el cual existe mayor información (Gráfico R4.4).

Para realizar el análisis se calcula una tasa de ocupación no asalariada (estimada como la participación de los ocupados no asalariados en la población en edad de trabajar), la cual llegó al final de 2010 a más de 26%. Adicionalmente, se supone que esta tasa sigue un ciclo alrededor de una tendencia lineal creciente, lo que implica que el empleo no asalariado gana persistentemente importancia en la economía colombiana (Gráfico R4.5). Finalmente, la brecha de la ocupación

Gráfico R4.3
Contribución de las ramas de actividad
al empleo de 2010



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R4.4
Ocupados no asalariados e informales
 (trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico R4.5
Tasa de ocupación no asalariada



a/ Corresponde al componente tendencial X12.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

no asalariada se define como la diferencia entre la tasa de ocupación y su tendencia, por lo que si el valor de la brecha es positivo, ello indica que el empleo informal se encuentra por encima de lo que podría considerarse su nivel "normal".

Las variables de brecha de la tasa de ocupación no asalariada calculada de esta manera y de brecha del producto se presentan en el Gráfico R4.6. En principio, si un incremento fuerte en la demanda agregada se manifiesta en los servicios y empleos informales, debería encontrarse una relación positiva entre ambas variables. En términos generales este no parece ser el caso. Por ejemplo, en el auge de la demanda observado entre 2005 y 2007 la mayor actividad económica coincidió con una brecha de la ocupación no asalariada

que se hizo negativa¹. Aún más, a lo largo del tiempo estas dos series parecen tener ciclos opuestos, y la correlación lineal entre ambas variables exhibe un valor de -38,4% (valor estadísticamente significativo). Finalmente, algunas estimaciones econométricas preliminares indican que la dinámica de la brecha del producto tiene un efecto negativo y rezagado sobre

¹ Sin embargo, debe notarse que este resultado no es concluyente, ya que la fuerte caída del empleo no asalariado en ese período puede estar asociada con la introducción de la Gran encuesta integrada de hogares.

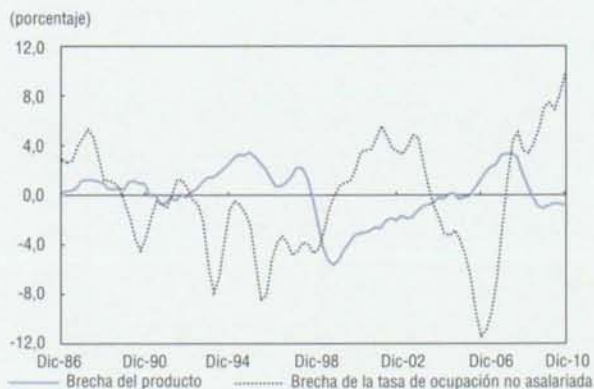
la brecha de ocupación no asalariada, y su impacto ocurre durante casi ocho trimestres.

Por tanto, y dados estos resultados, no puede concluirse que hoy en día la recuperación de la demanda interna sea un dinamizador del empleo informal. Por el contrario, la evidencia apunta a que el fuerte incremento de la informalidad es posiblemente el reflejo del

choque que sufrió la demanda agregada desde 2008, y que el cierre de la brecha del producto que comienza a observarse llevará a que la informalidad ceda su fuerte crecimiento en los próximos trimestres.

Gráfico R4.6

Brecha del producto y brecha del empleo no asalariado



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

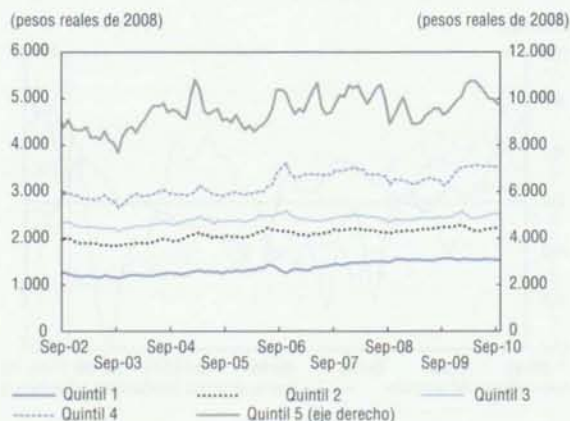
b. Segunda hipótesis: “Bajos ingresos incentivan la entrada de agentes al mercado”

La teoría del agente secundario establece que la participación laboral depende, entre otras cosas, del ingreso del hogar. De esta manera, si ocurre un choque negativo a los ingresos de una familia —ya sea por pérdida de trabajo del jefe de hogar, o por menores ingresos laborales— los agentes distintos al jefe tienden a participar en el mercado para compensar la pérdida del ingreso y mantener el gasto del hogar.

Para analizar el ingreso de los hogares se usó la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), que permite desagregar el salario por hora trabajada por quintiles de ingreso. Adicionalmente, cada serie de salarios se convirtió a pesos reales de diciembre de 2008 utilizando el IPC correspondiente a su quintil, de manera que los quintiles 1 y 2 se deflactaron con el IPC de ingresos bajos, los quintiles 3 y 4 con el IPC de ingresos medios y el quintil 5 con el IPC de ingresos altos (Gráfico R4.7). Cabe anotar que este cálculo de salario está hecho sólo para trabajadores asalariados de tiempo completo, por lo que podría estar dejando por fuera la remuneración de los trabajadores informales².

² Sin embargo, ya que el grupo de asalariados de tiempo completo es aquel con mejor información en la GEIH, esta restricción proporciona datos de salarios “bien comportados” y cuyas tendencias pueden analizarse fácilmente.

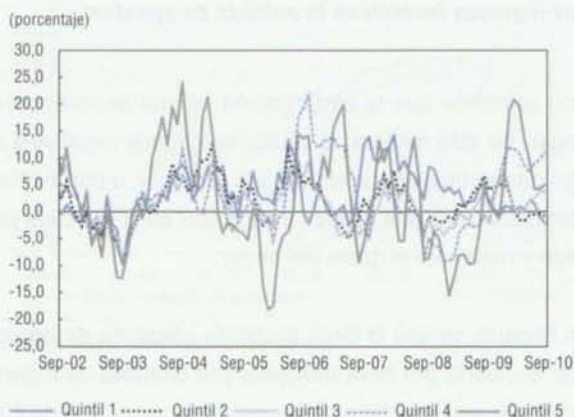
Gráfico R4.7
Salario real por hora (desestacionalizado), por
quintiles de ingreso



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con datos a septiembre de 2010, la información indica que los salarios del 40% más rico de la población (quintiles 4 y 5) se recuperaron de manera mucho más importante que los de otros grupos de menores recursos, especialmente hacia mediados del año. Los datos para los quintiles 2 y 3 dan cuenta de unos salarios que disminuyeron ligeramente en el primer semestre de 2010. En el caso del quintil 1 se observa un estancamiento (Gráfico R4.7).

Gráfico R4.8
Crecimiento anual del salario real,
por quintiles de ingreso



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Al calcular las variaciones anuales de estas variables se observa que los salarios del quintil 4 y 5 se incrementaron en septiembre a tasas de 11,1% y 4,9% real anual, y mostraron altas tasas de crecimiento en todo 2010. Por su parte, los salarios del quintil 3 crecieron en septiembre cerca del 3,6% anual después de unos registros bajos en la primera

parte del año. Finalmente, los salarios de los quintiles 1 y 2 caían en septiembre a una tasa anual de 2,2% y 0,8% respectivamente (Gráfico R4.8).

De esta forma, la información disponible apunta a que los ingresos laborales de los quintiles bajos se deterioraron frente al año anterior. Una de las razones detrás de este

hecho puede encontrarse en la falta de acceso a empleos formales que experimentan actualmente estos agentes. De hecho, la recuperación de la economía ha coincidido con un fuerte dinamismo de los ocupados no asalariados y de los informales. Además, aunque la información del DANE indica que el empleo formal también comenzó a recuperarse, este incremento correspondió en buena parte a empleos para agentes

calificados, mientras que para los no educados (que se concentran en los quintiles bajos de la población) la creación de empleo formal ha sido tímida y apenas supera los niveles de finales de 2008 (Gráfico R4.9).

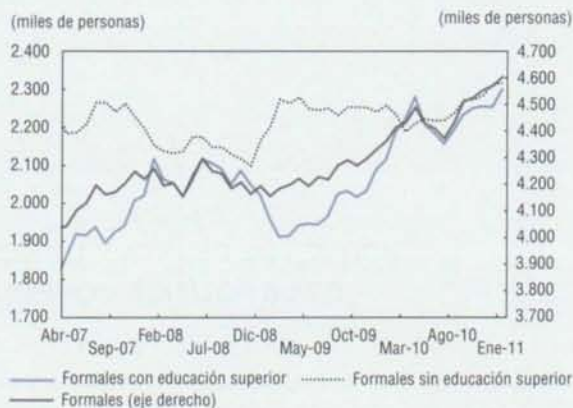
En la coyuntura actual, la baja demanda de trabajos formales para los agentes no calificados podría estar implicando que los ingresos de los hogares de menores recursos están viéndose afectados negativamente, lo que estaría detrás de la continua entrada de agentes secundarios al mercado laboral.

3. Conclusiones

La información presentada es una primera aproximación a las causas de la expansión de la participación laboral y el empleo informal en 2010. Aunque no existe en Colombia un consenso sobre los determinantes de la oferta laboral, los ejercicios realizados parecen mostrar evidencia en favor de la hipótesis de un efecto ingreso importante en la oferta laboral informal el año pasado, ya que en alguna medida los ingresos de los quintiles más bajos se han visto afectados negativamente. No se encontró una relación positiva entre demanda agregada y empleo no asalariado que sustente la hipótesis de aumento de la demanda de trabajo informal como resultado de una dinámica fuerte de la demanda interna.

Gráfico R4.9

Ocupados formales por calificación (trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Hacia futuro, y contando con que la recuperación económica implique una mayor demanda de trabajos formales para los no calificados, una mejoría en los ingresos de los quintiles más bajos debería contribuir a que la presión que ejerce la TGP sobre el mercado laboral comience a ceder.

Recuadro 5

CHOQUES DE OFERTA Y LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En principio la política monetaria no debe reaccionar ante choques temporales de oferta. Por su naturaleza, estos choques se corrigen solos en el tiempo. En consecuencia, si la política monetaria reaccionara automáticamente ante ellos, generaría una volatilidad innecesaria en las tasas de interés, el producto y los precios. No solo se introducirían fluctuaciones indeseables en la producción y el empleo que luego deben deshacerse cuando se desvanezca el choque de oferta, sino que, debido a la transmisión rezagada e incierta de la política monetaria, los principales efectos de esta última se sentirían cuando el choque probablemente ya haya desaparecido.

Por ejemplo, sequías o excesos de lluvia como las observadas en Colombia a lo largo de 2010 pueden elevar los precios de los alimentos en una magnitud tal que la inflación anual supere temporalmente la meta de inflación (por supuesto, este no fue el caso en ese año, pero sí lo ha sido en otros). Si el banco central sube las tasas de interés para controlar ese aumento, afectará primero la demanda agregada y la producción y, posteriormente los precios. Para cuando se sienta este último efecto, probablemente el choque de oferta se habrá disipado. Como resultado, la inflación, que rebasó la meta en el momento del choque, tenderá a situarse ahora por debajo de la misma. La corrección de estas desviaciones requiere una política monetaria laxa y se genera entonces una fluctuación de la economía que es posiblemente más larga y costosa que el choque mismo.

Este análisis descansa, sin embargo, en el supuesto de que el choque de oferta no incide en los otros precios de la economía. Cuando se presenta una "contaminación" de otros precios, puede ser necesaria una respuesta de la política monetaria para contrarrestar estos efectos de "segunda vuelta" del choque. De lo contrario, un choque transitorio de oferta puede terminar en un aumento permanente de la inflación, cuya reversión posterior exige un mayor sacrificio en términos de empleo y producción.

La aparición de los efectos de “segunda vuelta” se debe, entre otras, a dos razones de particular relevancia en Colombia. La primera es la existencia de mecanismos de indexación en precios y sectores clave de la economía. Varios de estos mecanismos tienen que ver con factores institucionales, como la restricción de que ciertos ingresos deban aumentar al menos con la inflación pasada, o como las fórmulas de algunos componentes de los precios regulados.

La segunda razón de los efectos de “segunda vuelta” es la credibilidad imperfecta de la política monetaria. Si bien dicha credibilidad se ha consolidado en Colombia con el logro de tasas de inflación de un dígito dentro del rango meta de largo plazo, este nuevo régimen es aún muy corto en comparación con el período de inflaciones altas de los últimos treinta o cuarenta años. El hecho de que las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de los bonos de deuda pública a cinco y diez años se sitúen todavía por encima del 4% sugiere que, a diferencia de otros países con la misma estrategia de política monetaria, en Colombia el rango meta de inflación de largo plazo no goza aún de credibilidad completa.

En general, cuando la política no es totalmente creíble, las expectativas de inflación estarán parcialmente ancladas y los choques de oferta pueden influir en la formación de otros precios y salarios y, por esta vía, pueden difundirse a la inflación básica.

Para Colombia los trabajos de Vargas *et al.* (2010)¹ y González *et al.*² encuentran lo siguiente:

- Choques de oferta típicos (ej. de producción de alimentos) pueden contaminar a la inflación “básica”.
- Los indicadores de expectativas de inflación en Colombia responden a la meta de inflación, pero también son significativamente afectados por la inflación anual observada. En consecuencia, choques de oferta pueden incidir en las expectativas de inflación.
- Choques de oferta (medidos como diferencias entre la inflación y la inflación básica) se transmiten a los indicadores de expectativas de inflación en un porcentaje que puede ser bajo, pero estadísticamente significativo.

Estos trabajos dejan en claro que la respuesta de la política monetaria a los choques de oferta en Colombia dista de ser un tema trivial. En particular, el origen de los choques es

¹ Vargas *et al.* (2010) (BIS, Papers, núm. 49).

² González *et al.* (2010) (Borradores de Economía, Banco de la República, núm. 618).

un factor importante en el diseño de dicha respuesta. Choques ocasionados por cambios climáticos o perturbaciones transitorias en la producción o el transporte de bienes (huelgas, daños en carreteras, etc.) suelen desvanecerse rápidamente y afectan a las expectativas de inflación o a la inflación básica solo si son de una magnitud muy grande u ocurren cerca del comienzo de año, período en el cual se concentra buena parte de los ajustes anuales de precios. De otra forma, los riesgos permanentes sobre la inflación son pocos.

Ahora bien, la respuesta de política monetaria no solo debe tener en cuenta el origen de los choques. También es fundamental evaluar el estado mismo de la economía. No es igual recibir un choque de oferta en una economía con excesos de capacidad productiva que recibirlo con excesos de demanda agregada. La debilidad de la economía y de los mercados laborales puede atenuar las presiones salariales que se derivan de un choque de oferta que se transmita a las expectativas de inflación. Por el contrario, cuando la economía funciona cerca de su capacidad productiva o tiene excesos de demanda, la transmisión del choque de oferta al resto de precios y a los salarios se facilita y fácilmente termina en un período de aceleración de la inflación. La experiencia de la economía mundial en los años setenta es un buen ejemplo de este fenómeno, al igual que del inmenso costo económico y social que tuvieron que asumir luego muchos países con el fin de bajar la inflación a los niveles previos al choque de oferta de 1972 y 1973.

Incluso el contagio mismo de las expectativas puede depender del estado de la economía. En una economía débil o con una fuerte apreciación de la moneda, los propios formadores de precios y expectativas esperarán que un choque de oferta tenga un efecto inflacionario menor que en una economía con excesos de gasto y amplia disponibilidad de crédito o con una depreciación importante de su moneda.

De forma similar, la transmisión de los choques de oferta externos puede ser amplificada o moderada por el comportamiento de la tasa de cambio. En economías con tasa de cambio fija o semifija el ajuste al incremento en los precios internacionales de los alimentos y otros productos básicos ocurre a través de movimientos en el producto agregado y en los precios. Dichos movimientos serán más fuertes cuando se está importando la política monetaria de algún país industrializado que tiene una postura monetaria contraria a la apropiada para la economía con la tasa de cambio fija. En contraste, la flexibilidad cambiaria facilita el ajuste y absorbe buena parte del choque. En Colombia, por ejemplo, entre 2007-2008 los choques a los precios de los alimentos y los combustibles fueron debilitados por la apreciación del peso.

Por estas razones, el Banco de la República decide su respuesta a los choques temporales de oferta después de un análisis completo del origen de los mismos en el contexto del

estado y las perspectivas de la macroeconomía en general. Parte fundamental de dicha respuesta es la estrategia de comunicación. Puesto que, por definición, los choques de oferta son temporales, el Banco puede explicar esta situación al público y a los mercados, y evitar de esta forma que el choque contamine a las expectativas de inflación y a otros precios. De ser creíble esta explicación, el ajuste de la economía al choque temporal será poco traumático, como se mencionó.

Cuando, pese a las explicaciones de la autoridad monetaria, el choque amenaza con difundirse hacia otros precios de la economía, es indispensable una reacción del banco central. De otra forma, las expectativas crecientes de inflación influirán, por un lado, en la formación de los nuevos precios y, por otro, reducirán las tasas de interés reales (*ex-ante*), presionando el gasto agregado de la economía. Como resultado, la inflación puede elevarse de manera permanente.

Por lo anterior, cuando un choque de oferta se propaga a la inflación básica y a las expectativas de inflación, la reacción del banco central debe garantizar a los agentes económicos que las tasas de interés reales no caerán de manera injustificada y que mayores niveles permanentes de inflación no serán tolerados. Esto es lo que se conoce en la literatura especializada como el "Principio de Taylor" y garantiza la estabilidad de la inflación y el producto, objetivos fundamentales de la política monetaria en Colombia.

Recuadro 6

INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Desde 1999 el Banco de la República ha realizado intervenciones en el mercado cambiario con el propósito de acumular reservas internacionales, reducir la volatilidad de la tasa de cambio y moderar depreciaciones temporales que puedan afectar el cumplimiento de la meta de inflación, o apreciaciones temporales que puedan afectar la competitividad de sectores transables de la economía. Estas intervenciones se realizan de forma coherente con la política monetaria, de tal forma que el exceso o defecto de liquidez generado por la intervención se esteriliza mediante el uso de diversos instrumentos. Por otro lado, es importante tener en cuenta que la capacidad de intervención del Banco en el mercado cambiario tiene restricciones dados los costos cuasifiscales que esta puede generar.

Los mecanismos de intervención que ha utilizado el Emisor colombiano en el mercado cambiario han sido: las subastas de opciones de volatilidad, las subastas de opciones para

Gráfico R6.1
Intervención del Banco de la República
y la tasa representativa del mercado (TRM)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R6.1
Montos de intervención y devaluación del peso

Períodos	Monto de intervención (millones de dólares)	Devaluación del peso (porcentaje)
21 septiembre de 2004 al 1 de marzo de 2006	7.180	(11,8)
15 de enero de 2007 al 30 de abril de 2007	4.527	(5,3)
24 de junio de 2008 al 6 de octubre de 2008	1.416	31,3
3 de marzo de 2010 al 30 de junio de 2010	1.600	0,9
15 de septiembre de 2010 al 28 de febrero de 2011	2.260	6,7

Fuente: Banco de la República.

acumulación y desacu- mulación de reservas, la compra de divisas por intervención discrecional e intervención mediante compras diarias de mon- tos fijos.

En este recuadro se ana- lizan los períodos de intervención discrecional (septiembre 2004 a mar- zo 2006 y enero a abril de 2007) y de intervención por medio de subastas de compras diarias de montos fijos (junio a octubre de 2008, marzo a junio de 2010 y septiem- bre de 2010 a febrero de 2011) (Gráfico R6.1 y Cuadro R6.1).

1. Intervención discrecional

La intervención discre- cional por parte del Ban- co comenzó a finales de 2004. En este mecanismo el Emisor compra divisas mediante un sistema transaccional, poniendo

y tomando puntas de negociación a tasas de mercado. Inicialmente se anunciaban los montos y plazos de la intervención, pero posteriormente se hizo indefinida y sin montos anunciados. Los montos de intervención definitivos se publicaban el siguiente mes.

a. Septiembre de 2004 a marzo de 2006

Entre el 21 de septiembre de 2004 y el 1 de marzo de 2006 el Banco intervino de forma discrecional en el mercado cambiario por un total de US\$7.180 m (US\$1.325 m en 2004, US\$4.658 m en 2005 y US\$1.197 m en 2006). Hasta julio de 2005 la intervención se hizo comprando montos relativamente pequeños y en frecuencias altas. Entre agosto de 2005 y el 1 de marzo de 2006 la intervención se implementó en montos más grandes con menor frecuencia.

Durante este período, caracterizado por bajas tasas de interés externas, reducción en las primas de riesgo soberano de la región y aumento en los precios de los productos básicos, las monedas de la región presentaron una tendencia revaluacionista ante los mayores flujos de capital (Cuadro R6.2). El aumento en los flujos de capital hacia Colombia se reflejó en reintegros de divisas en las cuentas corriente y de capital. En el caso particular de la cuenta de capital las principales entradas se dieron por inversión extranjera directa neta (US\$4.836 m) y reintegros de capital oficial (US\$4.136 m); y en menor medida por inversión de portafolio neta (US\$177 m) (Cuadro R6.3).

El Banco comenzó a intervenir el 21 de septiembre de 2004, luego de un período de revaluación de la tasa de cambio, que venía presentándose desde finales de 2003¹. Aunque en los primeros tres meses de intervención el peso continuó presentando una

Cuadro R6.2

Devaluaciones de las monedas de la región en los periodos de intervención analizados

	21 septiembre de 2004 al 1 de marzo de 2006	15 de enero de 2007 al 30 de abril de 2007	24 de junio de 2008 al 6 de octubre de 2008	3 de marzo de 2010 al 30 de junio de 2010	15 de septiembre de 2010 al 28 de febrero de 2011
Colombia	(11,8)	(5,3)	31,4	0,9	6,7
Brasil	(26,4)	(5,0)	35,2	0,7	(2,7)
México	(8,6)	0,0	14,3	1,6	(5,7)
Perú	(1,1)	(0,5)	3,6	(0,6)	(0,5)
Chile	(15,4)	(2,5)	17,2	5,2	(3,6)
LACI ^{a/}	(14,2)	(2,3)	21,3	1,4	(2,6)

a/ Índice creado por JP Morgan que recoge el comportamiento de las monedas de Latinoamérica. Corresponde a un promedio, ponderado por liquidez y operaciones, de la tasa *spot* de las monedas de seis países (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

Fuentes: Banco de la República y Bloomberg.

¹ Entre el 30 de diciembre de 2003 y el 20 de septiembre de 2004 la tasa de cambio se revaluó 8,3%.

fuerte revaluación, a partir de mediados de diciembre de 2004 dicha tendencia parece haber sido atenuada. Entre el 21 de septiembre de 2004 y el 1 de marzo de 2006 la tasa de cambio presentó una revaluación de 11,8%; sin embargo, entre el 15 de diciembre de 2004 y el 1 de marzo de 2006 la revaluación fue de 5,7%.

b. Enero a abril de 2007

A principios de 2007 Colombia se encontraba en un escenario de ingresos de capitales importantes motivados, entre otros, por un diferencial de tasas de interés atractivo para los inversionistas del exterior. Según la balanza cambiaria, entre enero y abril de 2007 la cuenta de capital privado presentó reintegros significativos de divisas por US\$4.541 m, explicados principalmente por inversión extranjera directa (US\$2.098 m), operaciones especiales² (US\$1.396 m), préstamo neto (US\$547 m), e inversión de portafolio neta (US\$500 m). Los reintegros de capital oficial durante el período fueron de US\$712 m. Vale la pena destacar que entre finales de 2006 y los primeros meses de 2007 el sector público realizó ventas de activos que generaron presiones revaluacionistas (Cuadro R6.3).

En el ámbito externo se presentaba una alta liquidez en los mercados internacionales, los precios de los productos básicos estaban aumentando y la mayoría de monedas de la región mostraban una tendencia revaluacionista (siendo la revaluación del peso colombiano la más alta) (Cuadro R6.2).

Durante este período el Emisor intervino en el mercado cambiario por US\$4.527 m (entre el 15 de enero y el 30 de abril de 2007), y la revaluación generada por los flujos de entrada

Cuadro R6.3
Flujos de la balanza cambiaria

Millones de dólares	Sep. 04 a feb. 06	Ene. 07 a abr. 07	Jun. 08 a oct. 08	Mar. 10 a jun. 10	Sep. 10 a feb. 11
Reintegros de capital privado	2.839	4.541	2.215	1.833	5.103
Inversión extranjera directa neta	-4.836	2.098	3.337	2.939	4.492
Inversión de portafolio neta	177	500	(644)	16	1.572
Préstamo neto	(864)	547	(560)	(319)	(696)
Reintegros de capital oficial	4.136	712	670	2.685	2.385

Fuente: Banco de la República.

² Movimientos de divisas provenientes de cuentas corrientes de compensación, compra-venta de saldos de cuentas libres (a partir de enero de 2006) efectuados en el mercado cambiario local y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

de capital persistió, acumulando 5,3%. Adicionalmente, la intervención cambiaria no era coherente con las expectativas de incrementos en la tasa de interés del Emisor necesarios para controlar la inflación. En ese escenario de ingresos de capitales importantes, de un diferencial de tasas de interés significativo en favor de Colombia, en mayo de 2007 el Banco decidió interrumpir la intervención en el mercado cambiario y complementar su política cambiaria y monetaria con controles de capital y medidas macroprudenciales.

2. Intervención mediante compras diarias de montos fijos

En la intervención por medio de compras diarias de montos fijos, el Banco realiza subastas holandesas y anuncia previamente el monto mínimo y el período de la intervención. De esta manera, con este mecanismo se logra afectar la oferta de divisas de la economía sin competir con las posiciones de agentes especuladores y sin dar una señal de tasa de cambio objetivo. La subasta se realiza en cualquier momento del día, los agentes envían su oferta y el Emisor otorga el cupo a la tasa de corte de la subasta. Este esquema se empezó a implementar a partir de junio de 2008 y ha sido, desde ese momento, el mecanismo utilizado por el Banco para acumular reservas internacionales.

a. Junio a octubre de 2008

En junio de 2008, en un escenario de debilitamiento del dólar en el mundo, incertidumbre derivada por la coyuntura de la economía global y un alto diferencial de tasas de interés, el Emisor decidió intervenir mediante subastas de compras diarias por US\$20 m. En ese momento el Banco anunció que las subastas se realizarían hasta fin de año. La intervención cambiaria fue suspendida a partir del 9 de octubre de 2008 ante la alta volatilidad de la tasa de cambio y la incertidumbre por la crisis financiera internacional.

Entre el 24 de junio y el 6 de octubre de 2008 la cuenta de capital privado presentó entradas por US\$2.215 m, provenientes principalmente de inversión extranjera directa neta (US\$3.337 m), y se presentaron reintegros de capital oficial por US\$670 m (Cuadro R6.3). En ese período el Banco acumuló reservas internacionales mediante las subastas diarias por un total de US\$1.416 m, y la tasa de cambio se devaluó 31%.

b. Marzo a junio de 2010

En marzo de 2010 el Banco decidió reanudar la compra de reservas mediante subastas de compras diarias por US\$20 m, ante indicios de desalineamiento de la tasa de cambio, y anunció que se realizarían hasta junio de ese año. Entre el 3 de marzo y el 30 de junio el Emisor acumuló un total de US\$1.600 m y la tasa de cambio se devaluó 0,9%.

En este período la mayoría de monedas de la región también se devaluaron levemente (Cuadro R6.2), principalmente en los meses de abril y mayo ante el aumento en la aversión al riesgo internacional y las dudas sobre la capacidad de pago de algunos países europeos.

En Colombia las cifras de la balanza cambiaria muestran que los principales reintegros de divisas en el período se presentaron por inversión extranjera directa neta (US\$2.939 m) y por capital oficial (US\$2.685 m) (Cuadro R6.3).

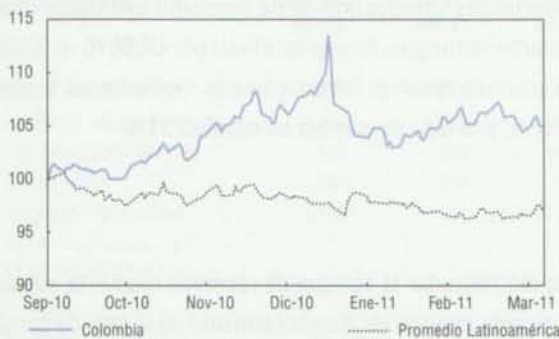
c. Septiembre de 2010 a febrero de 2011

El 15 de septiembre de 2010 el Emisor reinició el programa de acumulación de reservas, anunciando que realizaría subastas de compra diarias de por lo menos US\$20 m mínimo por cuatro meses (hasta el 14 de enero de 2011). El 29 de octubre el Banco extendió el programa hasta al menos el 15 de marzo de 2011 y el Gobierno anunció una serie de medidas cambiarias y fiscales implementadas con el objetivo de atenuar la tendencia revaluacionista del peso. Posteriormente, el 25 de febrero de 2011 el Emisor prolongó la acumulación de reservas hasta por lo menos el 17 de junio de 2011. Entre el 15 de septiembre de 2010 y el 28 de febrero de 2011 el Banco ha acumulado reservas por US\$2.260 m y el peso se devaluó frente al dólar 6,7%, tasa superior a la observada por el promedio de las principales monedas de la región (Gráfico R6.2).

En este período se generaron expectativas sobre incrementos de la tasa de interés local, que ampliarían el diferencial de tasas de interés. Por otro lado, la liquidez en moneda

extranjera de los intermediarios cambiarios se ha visto reducida. En el nivel externo las primas de riesgo soberano se han mantenido relativamente estables y el precio de los productos básicos ha aumentado. En este escenario, todas las monedas de la región, exceptuando el peso colombiano, se han revaluado frente al dólar (Cuadro R6.2).

Gráfico R6.2
Tasa de cambio
(base 100 al 14 de septiembre de 2010)



Fuentes: Banco de la República y Bloomberg.

Por su parte, la cuenta de capital privado ha presentado reintegros importantes de divisas por US\$5.103 m y los reintegros de capital oficial han ascendido a US\$2.385 m. Los flujos que presentaron reintegros dentro de la cuenta de capital privado son la inversión extranjera directa neta (US\$4.492 m) y la inversión de portafolio neta (US\$1.572 m) (Cuadro R6.3).

3. Conclusiones

El comportamiento de la tasa de cambio en los períodos de intervención analizados está afectado por otros factores macroeconómicos como el mayor deseo por riesgo emergente, el diferencial de tasas de interés, las expectativas de ingreso o salidas de divisas y los precios de los productos básicos, entre otros.

El comportamiento de la tasa de cambio parece estar asociado con los indicadores de aversión al riesgo, de tal forma que una caída en el nivel de estos indicadores (por ejemplo, los *credit default swaps* [CDS])³ está generalmente asociada con una revaluación de la moneda frente al dólar. En el caso colombiano, a pesar de que entre 2004 y 2006 los indicadores de riesgo presentaron una fuerte tendencia a la baja, la tendencia revaluacionista del peso parece haberse atenuado durante la intervención discrecional del Banco. Sin embargo, en 2007, 2008 y el primer semestre de 2010 el comportamiento del peso no pareció haberse afectado por la intervención del Emisor en el mercado cambiario, sino que siguió la tendencia de los indicadores de riesgo (Gráfico R6.3).

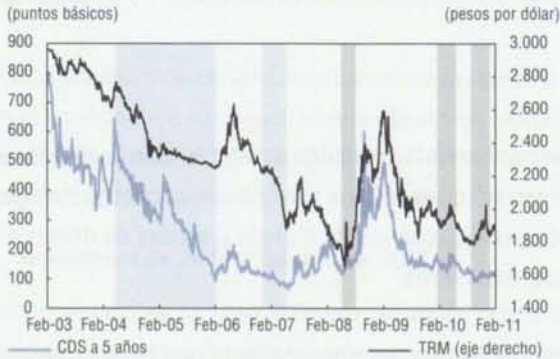
Desde septiembre de 2010 los indicadores de aversión al riesgo no han presentado variaciones significativas a las cuales se pueda atribuir el comportamiento del peso. Adicionalmente, la tendencia del peso ha sido contraria a la de las demás monedas de la región, por lo cual un efecto sistémico regional tampoco es una buena explicación para su actual tendencia. En estas condiciones, la intervención del Banco mediante compras diarias de montos fijos, junto con otros factores locales, parece haber sido efectiva en generar presiones devaluacionistas a la tasa de cambio.

La intervención mediante subastas de compras diarias de montos fijos puede tener mejores resultados que la intervención discrecional, debido a que no pretende enfrentar los flujos especulativos sino afectar directamente la oferta del mercado cambiario de contado. Adicionalmente, este tipo de intervención no da señales de búsqueda de una tasa de cambio objetivo por parte del Banco.

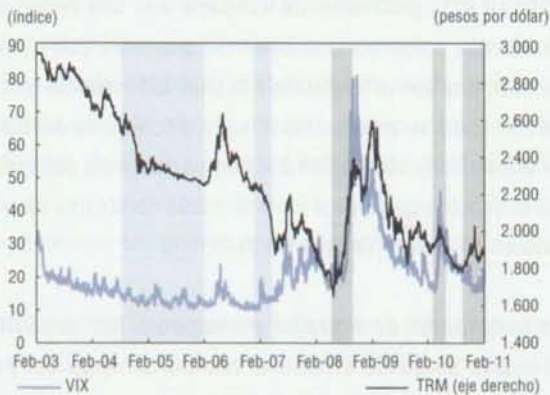
³ Este es un instrumento financiero que brinda protección contra un evento crediticio ocurrido en un activo subyacente. Comúnmente se interpreta como un seguro contra el incumplimiento de los pagos por parte del emisor de un título. Así, a medida que un emisor es más riesgoso, la prima del seguro aumenta, o viceversa.

Gráfico R6.3

**A. Credit default swap (CDS)
a 5 años y la TRM**



B. VIX y TRM



Fuentes: Banco de la República y Bloomberg.

encuentran que la intervención preanunciada por sí misma tuvo un impacto positivo y significativo sobre el retorno de la tasa de cambio, sin aumentar su volatilidad. Dado el contraste con los resultados anteriores, sería posible inferir que la intervención del Banco desde el 15 de septiembre logró tener el impacto deseado sobre la tasa de cambio.

Respecto al efecto de la intervención sobre la volatilidad cambiaria, la literatura ha encontrado un resultado ambiguo: en algunos casos la disminuye y en otros no tiene efecto o la aumenta (este último resultado es consistente con la mayoría de la literatura internacional).

⁴ J. Toro y J. M. Julio (2005); Kamil (2008); J. J. Echavarría, D. Vásquez, M. Villamizar (2009); Echavarría, López y Misas (2009).

En general, la literatura colombiana que ha evaluado la efectividad de la intervención cambiaria muestra resultados mixtos⁴. Algunos encuentran que la intervención ha sido efectiva en algunos períodos, en el sentido de que ha depreciado la tasa de cambio, a pesar de que su efecto ha sido pequeño y de corta duración (un mes). Toro y Rincón (2010) concluyen que la intervención por sí sola no es efectiva, pero que durante el período 2008 a julio de 2010, cuando la intervención y los controles de capital se usaron simultáneamente, se obtuvo un efecto positivo y significativo sobre el retorno de la tasa de cambio. Al extender la muestra hasta enero de 2011 estos autores

Recuadro 7

COMPORTAMIENTO DEL COMERCIO EXTERIOR COLOMBIANO EN 2010

En 2010 el comercio global colombiano registró un resultado favorable al pasar de US\$64.041 millones (m) en 2009 a US\$78.170 m en 2010 (suma de importaciones FOB y exportaciones) y como proporción del PIB el monto total del comercio exterior se mantuvo alrededor del 27% en los dos últimos años. La balanza comercial en el último año fue positiva, aunque en menor cuantía que lo ocurrido en 2009, como resultado del mayor ritmo de crecimiento de las compras externas (23%, US\$7.163 m) frente al observado en las ventas al exterior (21,2%, US\$6.967 m).

El crecimiento exportador del país medido en dólares (21%) en 2010 estuvo jalonado especialmente por los mayores despachos de productos básicos y materias primas, los cuales aumentaron tanto en precio como en volumen exportado, y fueron impulsados por el incremento de los precios internacionales y la recuperación de la demanda externa. En particular se destacan las exportaciones de bienes minero-energéticos, los cuales elevaron su participación en la canasta exportadora del país de 51% en 2008 a 64% en 2010. Por su parte, las importaciones totales en dólares crecieron a una tasa del 23%, destacándose los aumentos de las compras de bienes intermedios y de consumo, que fueron impulsadas principalmente por el desempeño positivo de la demanda interna y de la inversión, así como de la apreciación del peso frente al dólar, que redujo el precio relativo de los bienes extranjeros.

1. Exportaciones

En términos generales, las exportaciones del país registraron un crecimiento anual y un cambio en su composición frente a 2009. En cuanto al nivel y dinámica de las exportaciones totales, en 2010 estas ascendieron a US\$39.820 m, equivalente a una tasa de crecimiento anual de 21,2%, impulsadas por el mayor valor exportado de productos minero-energéticos, que en su conjunto crecieron 42,4% (petróleo crudo y sus derivados, carbón, oro y ferroníquel). Por lo contrario, las exportaciones no tradicionales mostraron una caída frente a 2009 de US\$874 m (sin incluir derivados del petróleo, oro y ferroníquel) (Cuadro R7.1).

En cuanto a la estructura de la canasta exportadora, los productos básicos¹ aumentaron su participación de 65,1% a 73,9% de un año a otro, mientras que los bienes industriales

¹ Petróleo crudo y sus derivados, carbón, oro, café, flores, ferroníquel y banano.

perdieron representatividad, y pasaron de explicar el 33,4% de las exportaciones totales en 2009 a ser el 25,4% en 2010 (Cuadro R7.1). Este resultado obedeció a dos hechos principales, en primer lugar, aumentó el valor de las exportaciones de productos primarios, dados los mejores precios de venta y el mayor volumen despachado, especialmente en petróleo y sus derivados. Adicionalmente, se redujo el valor de las ventas externas de manufacturas, debido a que los menores despachos de estos bienes a Venezuela solo fueron compensados parcialmente por exportaciones a otros destinos.

Con respecto a las ventas externas de los principales productos se destacan las de petróleo y sus derivados, seguidas por las de carbón y oro, rubros que presentaron niveles de precios internacionales superiores a los de 2009. En términos de precios, todos los bienes presentaron incrementos, destacándose ferroníquel, café y petróleo y sus derivados. En términos de cantidades el café y el ferroníquel presentaron caídas anuales, las cuales fueron compensadas por los mayores precios; el petróleo crudo presentó el mayor incremento en los volúmenes despachados (32%) como resultado de los mayores niveles de producción, los cuales pasaron de 670 miles de barriles diarios (mbd) promedio anual en 2009 a 785 mbd en 2010. Los principales destinos hacia los cuales aumentaron las exportaciones minero-energéticas fueron los Estados Unidos, China y Panamá. Respecto a café, flores y banano se destacan los Estados Unidos, Japón y Canadá (Cuadro R7.2).

Cuadro R7.1
Distribución del valor exportado

	2009	Participación (porcentaje)	2010	Participación (porcentaje)	Variación		Aporte al crecimiento
					Absoluta	Porcentual	
Principales productos	21.376	65,1	29.434	73,9	8.058	37,7	24,5
1. Petróleo crudo	8.053	24,5	13.394	33,6	5.340	66,3	16,3
2. Carbón	5.416	16,5	6.015	15,1	599	11,1	1,8
3. Derivados del petróleo	2.214	6,7	3.091	7,8	877	39,6	2,7
4. Oro no monetario	1.537	4,7	2.095	5,3	557	36,3	1,7
5. Café	1.543	4,7	1.884	4,7	341	22,1	1,0
6. Flores	1.049	3,2	1.240	3,1	191	18,2	0,6
7. Ferroníquel	726	2,2	967	2,4	241	33,3	0,7
8. Banano	837	2,5	748	1,9	(89)	(10,6)	(0,3)
Resto de productos (CIU)							
9. Sector agropecuario	201	0,6	170	0,4	(31)	(15,5)	(0,1)
10. Sector industrial	10.968	33,4	10.095	25,4	(874)	(8,0)	(2,7)
11. Sector minero	203	0,6	52	0,1	(151)	(74,4)	(0,5)
12. Otros	105	0,3	69	0,2	(36)	(34,7)	(0,1)
Total de las exportaciones	32.853	100,0	39.820	100,0	6.967	21,2	21,2

Fuentes: DANE y DIAN.

Cuadro R7.2

Principales destinos de las exportaciones colombianas

Producto	Países a los que aumentaron las exportaciones	Países a los que disminuyeron las exportaciones
Minero-energéticos ^{a/}	Estados Unidos, China, Panamá y Singapur	Suiza, Trinidad y Tobago y Turquía
Resto de principales productos ^{b/}	Estados Unidos, Japón y Canadá	Alemania, Suecia y Turquía
Alimentos y bebidas	Estados Unidos, Chile, Perú y Ecuador	Venezuela y Alemania
Otros equipo de transporte	Brasil, Ecuador y los Estados Unidos	Venezuela y Canadá
Textiles y prendas de vestir	Ecuador, Perú y los Estados Unidos	Venezuela
Metalúrgicos básicos	China, Corea del Sur y los Estados Unidos	Venezuela y República Dominicana
Maquinaria y aparatos eléctricos	Brasil, Canadá y Perú	Venezuela, los Estados Unidos y Costa Rica
Maquinaria y equipo	Ecuador, Chile y los Estados Unidos	Venezuela y Tailandia
Químicos	Brasil, Perú y los Estados Unidos	Venezuela y Suiza

a/ Incluye petróleo crudo y sus derivados, carbón, oro y ferróniquel.

b/ Incluye café, flores y banano.

Fuentes: DANE y DIAN.

En 2010 las mayores disminuciones de productos industriales se dieron en alimentos y bebidas (US\$616 m), textiles (US\$225 m) y maquinaria y equipo (US\$196 m), parcialmente compensadas por incrementos en metalúrgicos básicos (US\$256 m), químicos (US\$131 m) y otros equipo de transporte (US\$107 m). Las menores ventas externas a Venezuela de alrededor de US\$2.343 m fueron solo parcialmente sustituidas por otros mercados (US\$1.469 m).

2. Importaciones FOB

El valor de las importaciones efectuadas por el país en 2010 ascendió a US\$38.351 m, con un crecimiento anual de 23%. Este valor se distribuyó, de acuerdo con la clasificación internacional según uso o destino económico (Cuode), en 41,7% para la adquisición de materias primas y bienes intermedios, el 36,2% en equipo de capital y el 22% en bienes de consumo (Cuadro R7.3).

El crecimiento importador en dólares en 2010 se originó principalmente en las mayores adquisiciones de productos intermedios y materias primas, que aportaron un poco más de la mitad del incremento total (US\$7.163 m). El valor de este grupo de importaciones aumentó anualmente 30% (US\$3.661 m) frente a 2009, como resultado de las mayores

Cuadro R7.3
Importaciones FOB según clasificación Cuode

	2009	Participación (porcentaje)	2010	Participación (porcentaje)	Variación	
					Absoluta	Porcentual
Bienes de consumo	6.304	20,2	8.448	22,0	2.144	34,0
1. No duraderos	3.086	9,9	3.699	9,6	613	19,9
2. Duraderos	3.218	10,3	4.748	12,4	1.531	47,6
Bienes intermedios	12.330	39,5	15.991	41,7	3.661	29,7
1. Combustibles y lubricantes	1.154	3,7	2.012	5,2	858	74,3
2. Para la agricultura	1.125	3,6	1.249	3,3	125	11,1
3. Para la industria	10.051	32,2	12.730	33,2	2.678	26,6
Bienes de capital	12.536	40,2	13.893	36,2	1.357	10,8
1. Materiales de construcción	970	3,1	1.035	2,7	65	6,7
2. Para la agricultura	119	0,4	103	0,3	(16)	(13,4)
3. Para la industria	6.624	21,2	7.993	20,8	1.369	20,7
4. Equipo de transporte	4.824	15,5	4.763	12,4	(61)	(1,3)
Bienes no clasificados	18	0,1	19	0,1	2	9,7
Total	31.188	100,0	38.351	100,0	7.163	23,0

Fuentes: DANE y DIAN.

compras de materias primas para uso industrial (sustancias químicas y farmacéuticas y productos mineros) y de combustibles y lubricantes.

También crecieron, aunque en menor cuantía, las compras de bienes de consumo, que contribuyeron con el 30% (US\$2.144 m) del incremento global importador, sobresaliendo los aumentos de las importaciones de automóviles y aparatos de uso doméstico. Por su parte, la adquisición de bienes de capital aportó el 19% (US\$1.357 m) del crecimiento total, jalonado por las mayores compras de equipo fijo para la industria, especialmente aquel relacionado con aparatos de telecomunicación y aparatos de oficina (máquinas para procesamiento de datos); la mayor disminución obedeció principalmente a equipo rodante de transporte.

Respecto a los sectores que jalonaron el crecimiento importador del país en 2010, sobresalen las comercializadoras internacionales y las empresas manufactureras. Las firmas industriales importaron principalmente bienes intermedios seguidos de los de capital. Por su parte, las comercializadoras realizaron compras externas distribuidas de forma similar entre los tres tipos de bienes, predominando los de consumo (Cuadro R7.4).

El mayor valor importado por el país en 2010 se explica principalmente por el aumento de las compras en los mercados de los Estados Unidos, México, China y Panamá, que en su

Cuadro R7.4

**Distribución sectorial del valor importado FOB según Cuode
Empresas clasificadas por actividad económica CIU
y tipo de producto importado**

Clasificación CIU	Diversos	Consumo	Intermedios	Capital	Total
Industrias manufactureras	83	2.329	8.465	2.130	12.924
Comercio al por mayor y al por menor	75	4.887	4.180	4.833	13.901
Explotación de minas y canteras	0	95	2.042	1.781	3.918
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	0	103	138	3.031	3.272
Otros sectores	0	373	540	1.458	2.371
Total	176	8.291	15.991	14.069	38.351

Fuentes: DANE y DIAN.

Cuadro R7.5

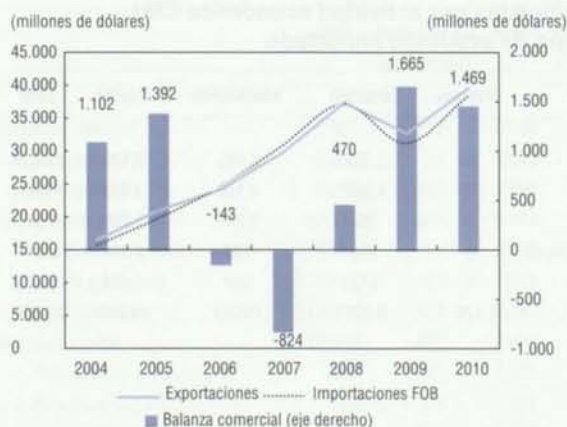
**Valor importado FOB según país de compra
(millones de dólares)**

	2009	2010	Participación (porcentaje)	Variaciones	
				Absoluta	Porcentual
Estados Unidos	12.513	14.045	36,6	1.532	12,2
México	1.416	2.095	5,5	679	48,0
China	1.236	1.802	4,7	566	45,8
Panamá	1.090	1.527	4,0	437	40,1
Corea del Sur	824	1.239	3,2	415	50,4
Japón	894	1.275	3,3	381	42,6
Suiza	929	1.301	3,4	372	40,0
Brasil	1.258	1.519	4,0	261	20,7
Trinidad y Tobago	18	3	0,0	(15)	(83,3)
Rusia	55	22	0,1	(33)	(60,0)
Venezuela	472	291	0,8	(181)	(38,3)
Resto	10.484	13.231	34,5	2.747	26,2
Total	31.188	38.351	100,0	7.163	23,0

Fuentes: DANE y DIAN.

conjunto aportaron el 45% del crecimiento importador del país. Cuando se analizan los resultados según el país de origen de las mercancías, China participa con el 13% del valor de las importaciones totales en contraste con el 4,7% del Cuadro R7.5; esto es resultado de que alrededor del 60% de las importaciones originarias de China son compradas a otros países como los Estados Unidos, Panamá, Hong Kong y Suiza.

Gráfico R7.1
Balanza comercial



Fuentes: DANE y DIAN.

3. Balanza comercial

En 2010, con un valor total de exportaciones por US\$39.820 m y de importaciones por US\$38.351 m, se registró una balanza comercial positiva de US\$1.469 m, inferior a la de un año atrás de US\$1.665 m (Gráfico R7.1). Dicha disminución en el superávit comercial es resultado de un mayor dinamismo de las importaciones

colombianas frente a las exportaciones en el segundo semestre del año ante un escenario de una mayor demanda interna y precios relativos favorables.

Los mayores superávits del año estuvieron asociados con los Estados Unidos, Holanda, Ecuador y Venezuela, los cuales fueron parcialmente compensados por los mayores déficits con México, Alemania, Corea del Sur y Uruguay. Venezuela presentó la mayor contracción en el superávit comercial, reduciéndose de US\$3.578 m en 2009 a US\$1.132 m en 2010.

En el Cuadro R7.6 se presentan las importaciones, exportaciones y la balanza comercial clasificadas según la clasificación uniforme para el comercio internacional, revisión 3 (CUCI)². Este ejercicio permite conocer el conjunto de bienes para los cuales el país es oferente neto y demandante neto frente al resto del mundo, es decir, cuando sus ventas al exterior superan las compras externas y viceversa. Los resultados para 2010 indican que la economía colombiana es exportadora neta especialmente de combustibles y lubricantes, seguido por las ventas netas al exterior de alimentos, bebidas y materiales crudos no comestibles. Por el contrario, Colombia frente al mundo es demandante neto de la mayoría de los bienes transados, en particular de productos químicos, vehículos y equipo de transporte, equipo y maquinaria especializada para las comunicaciones e industria en

² Esta clasificación de los bienes transportables para estadísticas de comercio internacional, es la clasificación más difundida para el análisis de las estadísticas de comercio exterior, en el mundo. La CUCI sigue un orden en cual los criterios de clasificación son: índole de la mercancía y los materiales empleados en su producción, el grado de elaboración, prácticas del mercado y usos del producto, importancia en el comercio mundial y cambios tecnológicos.

Cuadro R7.6
Clasificación según CUCI
(millones de dólares de 2010)

Producto	Exportaciones	Importaciones	Balanza comercial
Combustibles y lubricantes minerales	22.564	2.020	20.544
Productos alimenticios y animales vivos	4.253	2.820	1.432
Materiales crudos no comestibles, excepto combustibles	1.791	778	1.013
Cuero y manufacturas de cuero	148	13	135
Hilados, tejidos, artículos confeccionados de fibras textiles	414	1.030	(616)
Maquinaria y equipo generadores de fuerza	63	847	(784)
Maquinaria, aparatos y artefactos eléctricos	351	1.403	(1.051)
Máquinas de oficina y máquinas de procesamiento de datos	10	1.393	(1.383)
Maquinaria especial para determinadas industrias	78	1.709	(1.631)
Maquinaria y equipo industrial en general	154	1.939	(1.785)
Artículos manufacturados diversos	1.443	3.270	(1.827)
Otro equipo de transporte	215	2.044	(1.830)
Aparatos y equipo para telecomunicaciones	45	2.426	(2.381)
Vehículos de carretera	348	4.068	(3.720)
Productos químicos y productos conexos	2.847	7.009	(4.162)
Resto	5.096	5.581	(485)
Total	39.820	38.351	1.469

Fuentes: DANE y DIAN.

general. Este resultado muestra que la producción colombiana que es oferente neta frente a la economía mundial no contiene mayor valor agregado (el 75% de las exportaciones, según intensidad tecnológica, son primarias o basadas en recursos naturales), en tanto que en la que se es demandante neto corresponde a aquellas actividades económicas que generan mayor valor a la producción (el 70% del valor importado en dólares corresponden a manufacturas con contenido tecnológico).

Recuadro 8

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN COLOMBIA

Tras la crisis financiera de 2008 se ha observado un aumento generalizado de las entradas de capital en las economías emergentes (Cuadro R8.1). Este hecho ha sido el resultado de factores tales como el aumento de la liquidez internacional originada en la aplicación de políticas monetarias y fiscales expansivas en los países desarrollados, el incremento

Cuadro R8.1

**Países latinoamericanos: cuenta financiera
de la balanza de pagos por componentes en 2010^{a/}**
(miles de millones de dólares y porcentajes)

	Chile	Brasil	Argentina	Colombia	México	Perú	Venezuela	Total países	Promedio 2000-2009
Inversión directa neta	7,4	17,0	3,1	0,3	5,6	5,8	(3,4)	35,8	
Extranjera en el país	13,7	22,6	3,8	5,6	14,4	6,0	(1,5)	64,5	69,1
Del país en el exterior ^{b/}	(6,3)	(5,6)	(0,7)	(5,3)	(8,8)	(0,1)	(1,9)	(28,7)	(14,6)
Inversión de portafolio	(7,6)	43,0	9,4	1,0	9,1	3,8	1,0	59,7	
Extranjera en el país	6,2	43,2	8,1	2,0	12,7	3,2	1,0	76,5	15,5
Del país en el exterior	(13,8)	(0,2)	1,3	(1,0)	(3,6)	0,6	0,0	(16,7)	(10,3)
Préstamos y otros flujos	1,1	10,8	(11,9)	6,1	10,6	0,7	(13,1)	4,5	n.d.
Total cuenta financiera	1,0	70,8	0,7	7,5	25,2	10,4	(15,5)	100,0	34,2

n.d. No disponible.

a/ Acumulado a septiembre.

b/ El promedio de la década se calcula a partir de 2001.

Fuente: balanzas de pago de los bancos centrales.

de los precios internacionales de las materias primas, que ha hecho más atractivas las inversiones directas en los países productores de estos bienes, el mayor ritmo de crecimiento económico de los países emergentes y el mejoramiento de su calificación de riesgo, aunado a mayores márgenes de rentabilidad interna con relación a la externa.

Este fenómeno también se ha observado en Latinoamérica¹. De acuerdo con estadísticas de la balanza de pagos, en el acumulado hasta septiembre de 2010 los flujos de capital recibidos por las economías de la región totalizaron US\$100 mm, con un crecimiento de US\$75,2 mm frente a lo observado en el acumulado de 2009, superando ampliamente el promedio anual de la década, que fue de US\$34,2 mm (Cuadro R8.1). En términos del PIB nominal los capitales recibidos en 2010 representaron el 3,1% del PIB de la región, récord de los últimos diez años, superando el valor observado en 2001, cuando la magnitud fue de 2,5% del PIB. Por países esta proporción fue de 9,2% para Perú, 4,7% en el caso de Brasil, y 3,8% y 3,3% en los de Colombia y México, en su orden (Gráfico R8.1).

Entre 2000 y 2009 se observa que en promedio por año los flujos de capital recibidos del exterior por la región fueron básicamente inversiones extranjeras directas (IED),

¹ Se exceptúan los países centroamericanos y del Caribe, además de Ecuador, Bolivia, Paraguay y Uruguay.

por US\$69,1 mm, y en menor medida las de portafolio, que sumaron US\$15,5 mm. Durante 2010, mientras el nivel de la IED se mantuvo frente al de años anteriores, el de la inversión de portafolio se elevó cinco veces por encima de su valor promedio. Cabe señalar que una significativa proporción de estas inversiones fue recibida por Brasil, país que concentró el 56,5% de estos capitales. Colombia, por su parte, en 2010 percibió el 7% del total de las entradas de capital obtenidas por las economías de la región.

Gráfico R8.1
Países latinoamericanos: cuenta financiera y de capital en 2008, 2009 y 2010 ^{a/}



a/ Datos al tercer trimestre.

Fuentes: bancos centrales, ministerios de economía e institutos de estadística.

En el resto de este recuadro se caracterizan los flujos de capital que ha recibido la economía colombiana en 2009 y 2010, describiendo su composición conforme al origen del capital, el tipo de capital y su permanencia. Así mismo, se estima cuánto de estos flujos contabilizados en la balanza de pagos de 2010 dieron origen a monetizaciones de divisas en el mercado cambiario colombiano.

1. Colombia: estructura de los flujos de capital en 2009 y 2010

En el Cuadro R8.2 se presenta el comportamiento promedio de los flujos de capital registrados en la balanza de pagos de Colombia entre 2000 y 2008, y su evolución en 2009 y 2010, discriminados de acuerdo con su origen, el tipo de flujo, el sector institucional y el perfil de la deuda neta desembolsada o pagada. En el promedio anual entre 2000 y 2008 Colombia registró entradas netas de capital de US\$3.737 m, resultantes de ingresos de capital extranjero por US\$6.661 m y salidas de capital colombiano por US\$2.923 m. Las entradas de capital extranjero y las salidas de capital colombiano, aunque difieren en su nivel, comparten una misma estructura: predominan los flujos de capital asociados con IED y con inversión directa colombiana en el exterior, seguidos en orden de importancia por las inversiones de portafolio y los desembolsos o pagos netos de crédito externo.

Cuadro R8.2

**Colombia: flujos de capital de la balanza
de pagos por componentes**

(flujos netos en millones de dólares)

	Flujo promedio 2000-2008	2009 ^{a/}	2010 ^{a/}	Variación Anual
1. Flujos de capital extranjero	6.661	13.860	19.868	6.008
Inversión extranjera directa ^{b/}	5.378	7.137	6.760	(377)
Inversión extranjera de portafolio	689	4.668	3.265	(1.403)
Largo plazo ^{c/}	631	4.822	913	(3.909)
Corto plazo	58	(154)	2.352	2.505
Créditos otorgados por no residentes a:	594	2.054	9.843	7.788
Sector privado	(210)	(303)	8.368	8.671
Largo plazo	(381)	1.156	4.534	3.378
Corto plazo	172	(1.460)	3.834	5.293
Sector público	803	2.358	1.475	(883)
Largo plazo	795	2.485	1.044	(1.442)
Corto plazo	8	(128)	431	559
2. Flujos de capital colombiano	(2.923)	(7.605)	(7.989)	383
Inversión directa de Colombia en el exterior	(1.245)	(3.088)	(6.504)	3.416
Inversión colombiana de portafolio	(886)	(2.802)	(1.768)	(1.034)
Préstamos y otros flujos de capital ^{d/}	(792)	(1.716)	283	(1.999)
3. Cuenta financiera total (1 + 2)	3.737	6.254	11.879	5.624

(+) entradas de capital; (-) salidas de capital.

a/ Datos preliminares, sujetos a revisión.

b/ Ingresos brutos de IED menos reembolsos.

c/ El largo plazo corresponde a la colocación de bonos de Colombia en el exterior.

d/ Otros flujos de capital, se refiere principalmente a los movimientos de depósitos en el exterior.

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

La importancia de estos flujos de capital se debe analizar en el contexto de la financiación de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Para los años considerados, la principal fuente de financiación del gasto corriente de la economía colombiana fue la entrada de capitales extranjeros que en su conjunto superaron las salidas de capital colombiano. Sobresalen los aportes de capital del exterior por inversiones directas, los cuales en promedio anual hasta 2008 aportaron el 81% del monto total de entradas de capital, US\$5.378 m de US\$6.661 m.

Durante 2010 el superávit de la cuenta financiera fue US\$11.879 m (4,1% del PIB), superando ampliamente el promedio anual entre 2000 y 2008 (US\$3.737 m) y siendo mayor en US\$5.624 m al registrado en 2009. Este flujo fue el resultado de entradas por US\$19.868 m y salidas de capital por US\$7.989 m.

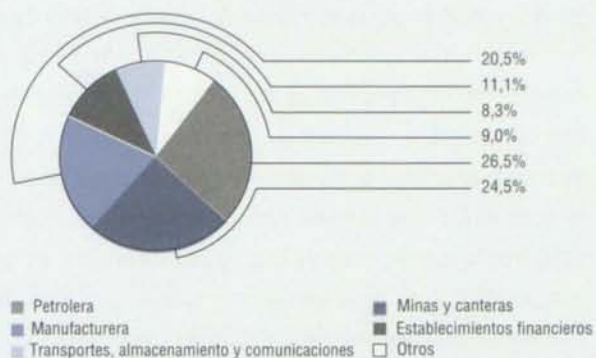
En este último año se mantuvo la composición por origen de los flujos de capital, según lo cual las entradas netas de capital de US\$19.868 m correspondieron a capitales extranjeros, mientras que las salidas de US\$7.989 m fueron efectuadas con capital colombiano. Los ingresos de capital financiero estuvieron constituidos por desembolsos netos de créditos externos y flujos de IED, US\$9.843 m y US\$6.760 m, respectivamente y, en menor proporción, por inversión extranjera de portafolio, US\$3.265 m. Cabe señalar que en los dos últimos años disminuyó la importancia relativa de las entradas de capital por IED y aumentó de manera importante la del crédito externo otorgado al sector público (2009) y a las empresas del sector privado (2010).

En términos de la composición de los flujos de capital por tiempo de permanencia en la economía colombiana se observa que la estructura de financiación de la cuenta corriente 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. En cuanto a las características de los principales flujos de capital, se destacan los siguientes hechos:

- En 2009 y 2010 los flujos de IED superaron el promedio histórico de la década, coincidiendo con un nivel alto de precios de los minerales y del petróleo en los mercados internacionales, actividades económicas que han concentrado en la presente década el 51% de los flujos totales de IED (Gráfico R8.2).

La reciente dinámica de estos flujos de acuerdo con sus componentes se presenta en el Cuadro R8.3. En términos brutos, durante 2010 los ingresos de divisas y otros aportes de IED, como la reinversión de utilidades, se estimaron en US\$18.133 m, con un incremento anual de US\$1.809 m. Los egresos por reembolsos de capital se calcularon en US\$11.373 m, creciendo anualmente en US\$2.186 m, lo cual atenuó el aumento de los ingresos. Al descontar de

Gráfico R8.2
Colombia: distribución sectorial de los flujos de IED, 2000 a 2010



Fuente: Banco de la República.

Cuadro R8.3
Colombia: flujos netos de inversión directa
(millones de dólares)

	2009	2010	Variación	
			(dólares)	(porcentaje)
I. Flujos netos de inversión extranjera directa en Colombia (A + B)	7.137	6.760	(377)	(5,3)
A. Ingresos por inversión extranjera directa bruta en Colombia	16.324	18.133	1.809	11,1
Aportes en divisas y otros ^{a/}	14.181	15.407	1.226	8,6
Reinversión de utilidades	2.143	2.726	583	27,2
B. Egresos por reembolsos de capital ^{b/}	(9.187)	(11.373)	2.186	23,8
II. Flujos netos de inversión colombiana directa en el exterior	(3.088)	(6.504)	3.416	106,0
III. Flujos de inversión directa neta (I + II)	4.049	256	(3.793)	(93,7)

a/ Incluye los ingresos por inversión suplementaria. Estas inversiones corresponden al capital de trabajo que reciben continuamente las sucursales mineras y petroleras de sus casas matrices para financiar sus gastos de operación.

b/ Incluye los reembolsos de capital en especie que periódicamente remiten las sucursales extranjeras mineras y petroleras a sus casas matrices. Estos reembolsos se envían principalmente mediante exportaciones de petróleo y carbón.

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

los ingresos brutos por IED en el país el valor de los reembolsos de capital de las filiales a sus inversionistas externos, el flujo neto de IED en Colombia se situó en US\$6.760 m.

- El flujo neto de créditos externos recibidos por la economía colombiana en 2010 fue ampliamente superior al promedio de desembolsos netos obtenidos entre los años 2000 y 2009. Además de su crecimiento, es importante resaltar los cambios en su composición sectorial y de plazos. En el promedio de la década hasta 2009 los flujos positivos de endeudamiento externo estuvieron en cabeza del sector público, mientras que el sector privado realizó pagos netos de deuda externa, revirtiendo esta tendencia en el último año cuando contrató nueva deuda por US\$8.368 m. En cuanto a la estructura por plazos, en 2009 las empresas del sector privado realizaron pagos netos de la deuda de corto plazo y aumentaron sus obligaciones financieras de largo plazo y, en 2010, aumentó su demanda de crédito tanto de corto como de largo plazo. Los desembolsos de créditos de corto plazo se originaron principalmente en el crecimiento de las importaciones, en tanto que la nueva deuda de largo plazo² se destinó en un alto porcentaje a financiar la compra de activos productivos en el exterior por parte de empresas del sector minero y de empresas generadoras y distribuidoras de energía.

² Los créditos destinados a financiar las inversiones directas de Colombia en el exterior se contrataron a plazos de sesenta meses.

Por su parte, las menores salidas de capital colombiano de 2010 estuvieron compuestas por flujos de inversión directa, US\$6.504 m, inversión de portafolio, US\$1.768 m. Por el contrario, se registraron entradas netas de capital colombiano por la liquidación de depósitos del exterior y el pago de créditos otorgados a no residentes, US\$283 m. En 2010, al excluir del análisis las operaciones de inversión directa de Colombia en el exterior cuya financiación fue a través de créditos externos de largo plazo, se observa que la constitución de activos financieros y depósitos de Colombia en el exterior se reduce, reflejando una mayor preferencia por activos locales, dada su mayor rentabilidad. Las salidas de capital por estos dos conceptos se tradujeron en una menor demanda por divisas en el mercado cambiario.

En el análisis de los riesgos asociados con el crecimiento de la entrada de capitales es necesario tener en cuenta, no solo su estructura por plazos o su naturaleza, sino también el origen de los mismos. En el caso colombiano, en los dos últimos años se observa que las entradas de capital correspondieron mayoritariamente a capitales extranjeros de largo plazo, créditos externos e IED, por tanto no habría riesgos inmediatos asociados con su salida. Pese a lo anterior, cabe anotar que estos capitales no son neutros para la cuenta corriente de la balanza de pagos, ya que generan pagos de intereses y de utilidades.

2. Monetización de los flujos de capital de la balanza de pagos

Las transacciones financieras de la balanza de pagos impactan la economía colombiana de diversas maneras, dependiendo de su modalidad. En el caso de las entradas de capital, cuando estas tienen lugar bajo la modalidad de divisas, se traducen en una oferta de recursos en el mercado cambiario, como ocurre con los aportes de capital en divisas de la IED o con las compras de activos financieros por parte de inversionistas extranjeros de portafolio. En otros casos, las transacciones de la balanza de pagos se observan mediante la entrada de un bien o la prestación de un servicio no financiero, como es el caso de los aportes de capital realizados con la modalidad de importación de bienes o de tecnología.

A su vez, los egresos de capital pueden o no traducirse en una demanda de divisas. Un ejemplo de egreso de capital que no implica una demanda de divisas ante los intermediarios cambiarios es el reembolso de capital en especie de las empresas receptoras de IED en Colombia a sus casas matrices en el exterior, como es el caso de empresas extranjeras que producen y exportan productos minero-energéticos. Los resultados de la estimación de los diferentes impactos de los flujos de capital en el mercado cambiario local para 2010 se presentan en el Cuadro R8.4.

Cuadro R8.4

**Colombia: flujos de capital de la balanza de pagos
y su impacto cambiario en 2010**

(flujos en millones de dólares)

	Balanza de pagos			Balanza cambiaria			Balanza cambiaria ^{a/} balanza de pagos	
	Ingresos	Egresos	Flujo neto	Oferta	Demanda	Flujo neto	Oferta	Demanda
	(porcentaje)							
1. Flujos netos de IED	18.133	(11.373)	6.760	10.235	(752)	9.483	56,4	6,6
Ingresos	18.133		18.133	10.235		10.235		
Nuevos aportes	15.407		15.407	10.235		10.235		
Divisas	10.235		10.235	10.235		10.235		
Otros aportes	5.173		5.173					
Reinversión de utilidades	2.726		2.726					
Egresos (reembolso de capital)		(11.373)	(11.373)		(752)	(752)		
2. Inversión colombiana en el exterior		(6.504)	(6.504)		(361)	(361)		5,6
3. Inversión de portafolio ^{b/}	2.352	(1.768)	584	2.308	(2.221)	87	98,1	125,6
Extranjera en Colombia	2.352		2.352	2.308				
Corto plazo	2.352			2.308				
Colombiana en el exterior		(1.768)	(1.768)		(2.221)			
4. Deuda externa sector privado	9.066	(43)	9.023	714	(58)	656	7,9	136,2
Pasiva	8.368		8.368	714		714		
Activa	698	(43)	655		(58)	(58)		
5. Deuda externa pública y otros flujos de capital ^{b/}	2.388	(373)	2.015	5.315	(1.608)	3.707	222,6	431,4
6. Total flujos de capital	31.939	(20.061)	11.879	18.572	(5.000)	13.571	58,1	24,9

a/ Excluye la colocación de bonos del Gobierno en los mercados internacionales.

b/ La balanza de pagos incluye, además de los movimientos de depósitos en el exterior, las transacciones de deuda externa pública y de bonos del Gobierno en los mercados internacionales. La balanza cambiaria incluye movimientos de cuenta corriente en el exterior y las transacciones de deuda externa pública.

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

De acuerdo con la balanza de pagos, en 2010 los ingresos de capital totalizaron US\$31.939 m, de los cuales US\$18.572 m (58%) se tradujeron en un reintegro de divisas al mercado cambiario. Por su parte, de los egresos de capital estimados en US\$20.061 m, el 25% (US\$5.000 m) de ellos fue una fuente de demanda de divisas ante los intermediarios cambiarios. En el neto, la oferta de divisas por transacciones financieras superó la demanda en US\$13.571 m (Cuadro R8.4).

Como se señaló, el componente principal de los ingresos de capital reportados en la balanza de pagos fueron los flujos de IED, US\$18.133 m, de los cuales el 56% (US\$10.235 m) correspondió a aportes en divisas contabilizados en la balanza cambiaria como oferta de recursos. Estos reintegros de divisas son efectuados principalmente por empresas del

sector petrolero y minero que monetizan los recursos requeridos para el pago de sus gastos locales. La segunda fuente de ingresos de capital en la balanza de pagos fue el desembolso neto de deuda externa privada por US\$8.368 m, del cual solo US\$714 m (8%) tuvo un impacto directo sobre la oferta de divisas en el mercado cambiario local. El bajo porcentaje de la nueva deuda que se monetizó en 2010 se explica porque las empresas del sector privado acudieron a préstamos externos con el fin de adquirir en el exterior derechos accionarios sobre activos productivos, razón por la cual las divisas no ingresaron al mercado cambiario local o que dichos recursos se utilizaron en el exterior para el pago de sus importaciones de bienes y servicios.

Los flujos netos de inversión de portafolio extranjera en Colombia en su componente de corto plazo fueron otra fuente de oferta de recursos de capital para la economía colombiana en 2010. La monetización de las divisas asociadas con las operaciones del portafolio de largo plazo, y en particular, las provenientes de la colocación de bonos del gobierno en los mercados internacionales, se registran cambiariamente como liquidación de depósitos en el exterior, dado que dichos depósitos se alimentan previamente de los recursos obtenidos por medio de la colocación de los títulos de deuda. Esta es una de las razones que explica que los reintegros de divisas clasificados como “deuda externa pública y otros flujos de capital” superen los ingresos que por este concepto se observan en la balanza de pagos.

Por su parte, como se mencionó, el 25% de los egresos de capital estimados en la balanza de pagos en 2010 significaron una demanda de divisas que se destinaron principalmente para realizar inversiones financieras en el exterior, y en menor medida para efectuar pagos de deuda externa y constituir depósitos en el exterior. Cabe señalar que la estructura de los egresos de capital en la balanza de pagos y en la balanza cambiaria difiere de manera importante: mientras que la balanza de pagos concentra los egresos de capital en los reembolsos de capital de la IED y en las inversiones directas de Colombia en el exterior, operaciones que no se observan como demanda de divisas en el mercado cambiario, en la balanza cambiaria los egresos de divisas se originan principalmente en la constitución de inversión de portafolio de colombianos en el exterior y en los otros flujos de capital (depósitos).

3. Conclusiones

La entrada de capitales no es un fenómeno exclusivo de la economía colombiana, ya que en el mismo período de 2010 la región latinoamericana³ recibió ingresos netos de

³ Los países considerados son Colombia, Chile, Argentina, Brasil, Perú, Venezuela y México.

capital de US\$100 mm, los más altos de los últimos diez años, en los cuales Colombia participó con el 7% del total.

En el contexto latinoamericano los flujos de capital que han ingresado han correspondido principalmente a flujos de inversión directa e inversión de portafolio. Cabe señalar que en 2010 el incremento en las entradas netas de capital provino principalmente del aumento de la inversión extranjera de portafolio, dados los diferenciales de rentabilidad positivos de la región y, en menor proporción, de la inversión extranjera directa. Así mismo, se destaca el cambio en el acceso a préstamos y otros flujos de capital, que pasaron de pagos netos en 2009 a desembolsos netos en 2010.

En Colombia en 2010 el superávit de la cuenta financiera de la balanza de pagos fue de US\$11.879 m, resultado de entradas de capital extranjero por US\$19.868 m y salidas de capital colombiano US\$7.989 m. Contrario a lo observado en la región, en Colombia las entradas correspondieron a crédito externo otorgado a residentes colombianos, a transacciones de inversión extranjera directa y, en menor proporción, a flujos de inversión extranjera de portafolio. Aun cuando la estructura de las entradas de capital todavía presenta una mayor participación de los flujos de largo plazo como la IED, cabe resaltar la dinámica de crecimiento de los flujos de corto plazo asociados con endeudamiento externo privado e inversión extranjera de portafolio. Por su parte, las salidas de recursos de la economía colombiana fueron realizadas mayoritariamente con capital residente, y en 2010 se destinaron principalmente a la constitución de inversiones directas de Colombia en el exterior e inversiones de portafolio.

Al estimar el nivel de oferta (monetización) y de demanda de divisas de los principales flujos de capital de la cuenta financiera de la balanza de pagos sobre el mercado cambiario interno, se observa que no todos los flujos de capital impactan este mercado. En términos de la oferta de divisas, las transacciones más significativas son los aportes en divisas de la IED y las operaciones declaradas cambiariamente como liquidación de activos externos tanto del sector público como privado y, en menor proporción, la entrada de capitales de inversión extranjera de portafolio. Aunque en la balanza de pagos los desembolsos netos de deuda externa privada fueron una fuente importante de financiación, su impacto sobre la oferta de divisas fue bajo. De otra parte, los egresos de capital estimados en la balanza de pagos se reflejan en menor proporción como demanda de divisas.

Recuadro 9

CONSIDERACIONES MACROECONÓMICAS SOBRE EL PLAN FISCAL DE ATENCIÓN POR LA OLA INVERNAL

De acuerdo con las estimaciones preliminares del Gobierno nacional, el plan de atención humanitaria y reconstrucción de las zonas afectadas por la ola invernal le podría costar al Estado colombiano entre \$14,3 b y \$16,3 b. El plan contempla inicialmente una fase de atención humanitaria, que arrancó a finales de 2010, orientada a atender a los damnificados mediante programas de alimentación, albergues, atención médica, etc. La segunda fase comprenderá la reparación de la infraestructura de las zonas afectadas e incluye, entre otras, obras en la red vial nacional, la reconstrucción y reubicación de viviendas, reconstrucción de escuelas y programas de ayudas para el sector agropecuario. La última fase diseñada para ser ejecutada en un horizonte de mediano plazo se encaminará a la reconstrucción y ampliación de la infraestructura del país y a adelantar programas de mitigación de riesgos. El plan se extenderá hasta el año 2014 y sus recursos serán administrados por el Fondo de Calamidades y el Fondo de Reconstrucción y Adaptación.

1. Gastos y fuentes de financiamiento

Del gasto total previsto para atender el plan de atención, una tercera parte (\$5,7 b) será ejecutada durante 2011. En 2010 solo se ejecutó \$1 b y el resto (entre \$7,6 b y \$9,6 b) serán ejecutados entre 2012 y 2014 (Cuadro R.9.1). Para financiar este plan el Gobierno nacional declaró la emergencia económica, social y ecológica a finales de 2010 y prevé vender hasta un 10% de su capital accionario en Ecopetrol. Otros recursos de menor cuantía provienen del presupuesto nacional y de algunos fondos administrados por la Tesorería General de la Nación.

En particular, con el estado de emergencia se amplió la base del impuesto al patrimonio de manera que a los patrimonios líquidos que a 1 de enero de 2011 asciendan de \$1.000 m a \$1.999,9 m se les impone una tasa de 1%, y para aquellos que se sitúen entre \$2.000 m y \$2.999,9 m se les fija una tasa de 1,4%. Por su parte, se fijó una sobretasa del 25% al impuesto que venían pagando los patrimonios superiores a \$3.000 m. Este nuevo gravamen será recaudado en ocho cuotas entre 2011 y 2014 (dos por año) y se espera que genere un total de \$3,3 b.

La segunda fuente de financiación proviene del gravamen 4×1.000 a las transacciones financieras (GMF). En los acuerdos iniciales de la reforma tributaria de 2010 (Ley 1430),

Cuadro R9.1
Total del PGN para la atención de la emergencia invernal
(miles de millones de pesos)

	2010	2011	2012	2013	2014	Total 2010 a 2014
Gasto total	1.000	5.694		De 7.606 a 9.606		De 14.300 a 16.300
Fuentes de financiamiento y fases de atención (A + B + C)						
A. Fases I y II: atención humanitaria y reparación (Fondo de Calamidades)						
Impuesto al patrimonio	-	830,0	818,0	818,0	818,0	3.284,0
Gravamen a los movimientos financieros (GMF)	-	-	1.000,0	1.000,0	-	2.000,0
Recursos reasignados del PGN, 2010	1.000,0	-	-	-	-	1.000,0
Recursos excedentes del Forec	-	944,3	-	-	-	944,3
Deuda de mediano plazo de la DGTN	-	1.726,0	-	(863,0)	(863,0)	0,0
Subtotal	1.000,0	3.500,3	1.818,0	955,0	(45,0)	7.228,3
B. Recursos ejecutados por entidades descentralizadas						
FNR, Fonvivienda y otros ^{a/}	-	693,7	-	-	-	693,7
C. Fase III: reconstrucción y mitigación de riesgos (fondo de adaptación)						
Venta de activos: enajenación de la participación de la nación en Ecopetrol	-	1.500,0		De 4.878 a 6.878		De 6.378 a 8.378
Memo ítem (en porcentaje del PIB):						
Déficit adicional del Gobierno nacional.	0,2	0,4				
Déficit adicional del sector descentralizado.			0,1			
Déficit adicional del sector consolidado.	0,2	0,5				

a/ Se destinarán a la rehabilitación, reconstrucción y construcción de obras de mitigación en zonas afectadas.

Fuente: I. Lozano (2011), documento interno de trabajo, Banco de la República, febrero.

se contempló desmontar el GMF de forma gradual a partir de 2012, de manera que para 2014 y 2015 dicho gravamen se reduciría a 2×1.000 . Sin embargo, por razón de la emergencia se reconsideró esta medida, de manera que la ley final postergó su desmonte a partir de 2014. El recaudo de un punto por año que contemplaba el desmonte original para 2012 y 2013 se reasignará al plan de atención por la ola invernal (parágrafo transitorio del artículo 3). Por este concepto se esperan recursos por \$2 b.

La tercera fuente de recursos procede, por una parte, de partidas del presupuesto nacional que se redireccionaron y ejecutaron en 2010 por \$1 b y, por otra, de otros recursos que venía administrando la Tesorería General de la Nación. En particular, desde el año 2000 el

Tesoro Nacional ha administrado ciertos fondos provenientes del impuesto del 2×1.000 que no fueron ejecutados por el Fondo de Reconstrucción del Eje Cafetero (Forec) en la reconstrucción del Eje Cafetero, y que ahora se destinarán a la catástrofe invernal. Por este concepto actualmente se dispone de \$944 mm. Adicionalmente, se cuenta con \$694 mm del Fondo Nacional de Regalías (FNR), de Fonvivienda y de los denominados fondos especiales, que serán ejecutados en el plan por entidades del sector descentralizado.

Sumadas las tres fuentes de financiamiento descritas se concluye que el Gobierno cuenta con cerca de \$6,3 b para atender las fases I y II. Estos recursos serán ejecutados mediante el Fondo de Calamidades entre 2011 y 2014 (esta cifra no incluye \$1 b, ejecutado por el Gobierno nacional en 2010). Finalmente, la fase III de reconstrucción será financiada con la venta de hasta un 10% de las acciones que tiene la nación en Ecopetrol. Esta cuarta fuente podría generar entre \$6,4 b y \$8,4 b, los cuales serán manejados por el Fondo de Reconstrucción y Adaptación.

En la parte inferior del Cuadro R9.1 (líneas *memo ítem*) se muestra el impacto del plan de atención por la ola invernal sobre el balance fiscal del Gobierno nacional y del sector consolidado. Por limitaciones de la información, dicho impacto se estima solo para 2010 y 2011. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), de la reasignación de \$1 b del presupuesto en 2010 para financiar la emergencia, \$152 mm se fondearon con recursos del FNR, mientras que el resto se financió con endeudamiento externo y con deuda flotante; es decir, que el déficit del Gobierno nacional para 2010 se incrementó en \$848 mm, lo cual equivale a 0,2% del PIB.

La estimación del impacto fiscal del plan de atención para 2011 tiene más particularidades. Como se muestra en el Cuadro R9.1, con el estado de emergencia económica el Gobierno adicionó un presupuesto a finales de 2010 por \$5,7 b. Sin embargo, en la programación fiscal del MHCP se está previendo que no se alcanza a ejecutar la totalidad de estos recursos. En particular, aún no se está reconociendo el déficit que ocasionaría la venta de las acciones de Ecopetrol por \$1,5 b, con lo cual el gasto adicional del Gobierno que efectivamente se ejecutaría se reduce a \$4,2 b.

Puesto que para 2011 se tienen previstos ingresos por \$830 mm por el impuesto al patrimonio, se esperan ejecuciones por \$694 mm con cargo a los fondos del sector descentralizado y se dispone de una fracción importante de los recursos del Forec (la otra fracción se cubrirá con nueva deuda); el plan de atención incrementará el déficit del Gobierno nacional en \$2,14 b en 2011 (0,4% del PIB) y deteriorará el balance del sector descentralizado en \$628 mm (0,1% del PIB). Por consiguiente, el déficit del sector público consolidado aumentará en 0,5% del PIB. En el evento de que finalmente se enajenen las

acciones de la nación en la estatal petrolera y se ejecuten esos recursos, el déficit fiscal consolidado se incrementará en 0,7% del PIB.

2. Posibles efectos del mayor gasto público sobre la demanda agregada en 2011

El gasto público que se adiciona en el año 2011 por cuenta del plan de atención puede afectar de manera significativa la demanda agregada. Para tener una idea del tamaño de dicho efecto es necesario estimar el denominado *multiplicador del gasto público*¹. Usualmente se presume que este multiplicador es mayor a la unidad, de manera que si por cada peso (\$1) adicional que gasta el Gobierno el PIB se expandiera, por ejemplo, en \$1,5, se diría que el multiplicador del gasto es de 1,5. Sin embargo, la evidencia internacional sobre el tamaño de los multiplicadores es muy amplia e incluye valores que, en varios casos, son menores a la unidad. La controversia sobre la magnitud de los multiplicadores ha aumentado en los tiempos recientes, por el papel asignado a la política fiscal en los Estados Unidos y en Europa, ante la crisis financiera internacional de 2008².

Una de las técnicas empíricas más utilizadas internacionalmente para estimar el efecto multiplicador de corto plazo sobre la actividad económica, provocado por un aumento del gasto del Gobierno o por un recorte en sus impuestos, proviene del modelo de vectores autorregresivos (VAR estructural). Aunque su aplicación no está exenta de reparos, que usualmente están asociados con la ausencia de microfundamentación del modelo, a los procesos de identificación y especificación de las variables, a las restricciones exógenas, etc., tiene la enorme ventaja, entre otras, de basarse en la información real.

Usando un modelo VAR estructural de cinco variables (S-VAR 5), Lozano y Rodríguez (2010) encuentran para Colombia un multiplicador acumulado del gasto público de 1,12. El VAR incluye dos variables fiscales que son sometidas a choques (los ingresos tributarios y los gastos del Gobierno), el producto, y dos variables que capturan la respuesta de la política monetaria (la inflación y las tasas de interés de corto plazo). Comparado con otras estimaciones para Colombia, el tamaño de este multiplicador de corto plazo (un año) es razonable³. En el contexto internacional, es comparable al hallado con la misma técnica para España, aunque menor al de otros países de Europa (Cuadro R9.2).

¹ Este ejercicio está basado en un documento interno de trabajo realizado por Ignacio Lozano, investigador del Banco de la República, febrero de 2011.

² Sobre esta controversia, véase R. Barro y C. Redlick (2010); H. Uhlig (2010); De Rugy y Debnam (2010), y A. Mountford y H. Uhlig (2008).

³ D. Leigh (2008) encontró un multiplicador de corto plazo para Colombia de 1,15, haciendo uso del llamado *global integrated monetary and fiscal model* (GIMF) del Fondo Monetario Internacional. Una estimación similar la encuentran Ábrego y Österholm (2007) usando un VAR bayesiano.

Cuadro R9.2
Multiplicadores acumulados del gasto público^{a/}

	Modelo base	Trimestres		
		Cuarto	Octavo	Duodécimo
Colombia (Lozano y Rodríguez, 2008)	SVAR 5	1,12	0,59	1,20
Países de la OCDE				
Francia (Biau y Girard, 2005)	SVAR 5	1,90	1,40	1,50
Alemania (Heppke-Falk, Tenhofen y Wolff, 2006)	SVAR 5	3,56	5,96	8,35
Italia (Giordano, Momigliano, Neri y Perotti, 2005)	SVAR 7	1,50	1,70	1,20
España (De Castro, 2006)	SVAR 5	1,14	1,04	0,58
Estados Unidos (Blanchard y Perotti, 2002)	SVAR 3	0,45	0,54	1,13

a/ Estimados con la metodología de VAR estructural.

Fuente: Lozano I, y Rodríguez K, (2010). *Assessing the Macroeconomic Effects of Fiscal Policy in Colombia*. Forthcoming Article in *Journal of Financial Economic Policy*, December, 2010.

Finalmente, para hallar el impacto del nuevo gasto público sobre la actividad económica en 2011, se hace uso del multiplicador hallado para Colombia (1,12) y de la información del gasto público adicional por el plan de atención de la ola invernal, que podría oscilar entre \$4,2 b (si no se enajenan las acciones de la nación en la estatal petrolera) y \$5,7 b (si se ejecuta todo el presupuesto que se adicionó a finales de 2010). El ejercicio muestra que el PIB podría crecer entre 0,8 y 1,1 puntos adicionales, respectivamente, con respecto a las estimaciones hechas antes de la catástrofe invernal. El impacto podría ser menor si hay retrasos en la ejecución de los recursos y, adicionalmente, porque no se contempla la leve contracción en la demanda, que proviene del aumento en el impuesto al patrimonio.

Referencias

- Ábrego, L.; Österholm, P. (2008). "External Linkages and Economic Growth in Colombia: Insights from a Bayesian VAR Model", FMI, documento de trabajo, WP/08/46.
- Barro R.; Redlick, C., (2010). "Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes", documento de trabajo, Mercatus Center at George Mason University, Arlington, VA, julio.
- De Rugy y Debnam (2010). *Spending Stimulate Economies?* Mercatus Center at George Mason University, julio.
- Leigh, D. (2008). "Achieving a Soft Landing: The Role of Fiscal Policy", FMI, documento de trabajo, WP/08/69.
- Lozano, I.; Rodríguez, K. (2010). "Assessing the Macroeconomic Effects of Fiscal Policy in Colombia. Forthcoming article", *Journal of Financial Economic Policy*, Emerald, Reino Unido.
- Mountford, A.; Uhlig, H. (2008). What are the Effects of Fiscal Policy Shocks?, documento de trabajo, NBER, núm. 1455, serie de Documentos de trabajo.
- Uhlig, H. (2010). Understanding the Impact of Fiscal Policy, Some Fiscal Calculus", *American Economic Review*, Papers & Proceedings, núm. 100, mayo, pp. 30–34.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

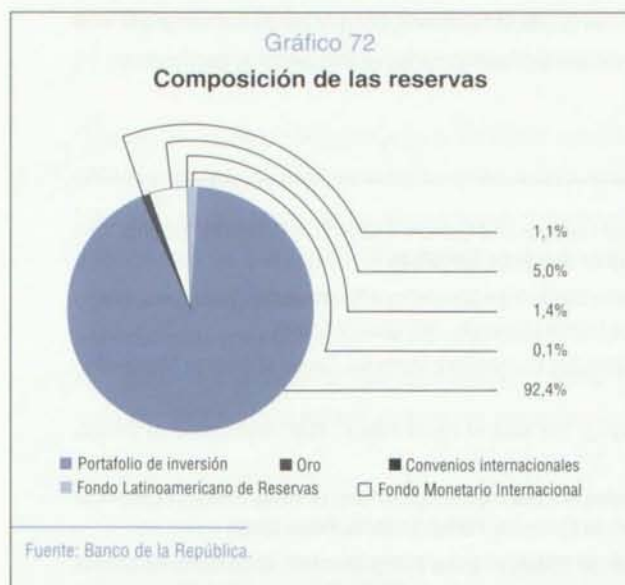
El 31 de diciembre de 2010 las reservas internacionales netas totalizaron US\$28.451,8 m, cuantía superior en US\$3.096,1 m al saldo registrado en diciembre de 2009. Las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$28.463,55 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron US\$11,7 m⁴⁶. El principal componente de las reservas internacionales del país es el portafolio de inversión, con el 92,4% del total (US\$26.308,06 m). El saldo restante está distribuido en: i) la posición en el FMI y derechos especiales de giro (DEG) (US\$1.417,8 m), ii) aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) (US\$405,45 m), iii) inversiones en oro (US\$310,96 m) y iv) los aportes al convenio internacional con la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) (US\$14,68 m). En el Gráfico 72 se presenta la composición de las reservas internacionales.

A. Políticas de administración del portafolio de inversión

El portafolio de inversión de las reservas, es decir, 92,4% 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 temporalmente 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, primando la liquidez sobre la rentabilidad. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario,

el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. El nivel del capital de trabajo fluctúa entre US\$390 m y US\$2.000 m. Al 31 de diciembre de 2010 el valor del capital de trabajo era US\$1.064 m.



- El *tramo de inversión* se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad superior al del capital de trabajo, primando siempre

⁴⁶ Las reservas netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes.

la liquidez. Dicho tramo se invierte en un mayor número de instrumentos, comparado con el capital de trabajo, así como a vencimientos mayores. Al 31 de diciembre de 2010 el valor del tramo de inversión ascendía a US\$25.244 m.

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 reservas⁴⁷. Dicho índice es el portafolio que replica la composición cambiaria de los egresos de la balanza de pagos y cumple con los estrictos criterios de riesgo definidos por el Banco. También sirve como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. En el Cuadro 19 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, este último consta de dos componentes: los tramos indexado y no indexado.

Cuadro 19
Composición del índice de referencia del tramo de inversión

Moneda	Clase de activo	Índice asociado	Participación
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		12,0
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.

⁴⁷ En los mercados de capitales un índice de referencia corresponde a una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de 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 Colombia (IGBC) en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos.

- *El tramo indexado* busca replicar la composición del índice de referencia. Las inversiones de este tramo se hacen principalmente en títulos emitidos por los gobiernos de los Estados Unidos, Alemania y Japón. Este es el portafolio más líquido después del capital de trabajo, y uno de sus propósitos es atender necesidades altas de liquidez. Al 31 de diciembre de 2010 el valor de este tramo ascendía a US\$15.959 m (60,7% del portafolio de inversión).
- *El tramo no indexado*, o activo, se administra buscando obtener una rentabilidad más alta que la del índice de referencia⁴⁸. 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. Al 31 de diciembre de 2010 el tramo no indexado tenía un valor de US\$9.262 m (35,2% del portafolio de inversión).

El rendimiento del índice de referencia se compara con los resultados observados de los portafolios del tramo de inversión de las reservas para evaluar si la gestión de los administradores ha sido exitosa. El reto de los administradores del tramo no indexado es obtener un rendimiento superior al índice dentro de los estrictos lineamientos de inversión y un presupuesto de riesgo controlado.

2. Programa de administración externa

Muchos bancos centrales emplean administradores externos de portafolios para manejar sus reservas. En parte lo hacen por limitación de recursos, pero también por otros factores: el acceso a la experiencia, a las herramientas empleadas por el administrador, al entrenamiento del personal vinculado con la gestión interna de las reservas y como base de comparación.

La Subdirección de Mercados del Departamento de Reservas Internacionales del Banco de la República gestiona el capital de trabajo, el tramo indexado y uno de los portafolios del tramo no indexado, lo cual asciende a US\$18.464 m (70,1% del portafolio de inversión). Para la administración de los demás recursos en 1994 el Comité de Reservas Internacionales⁴⁹ adoptó el programa de administración externa. 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 dicho comité.

⁴⁸ En la actualidad el índice del tramo indexado es diferente al del tramo no indexado por razones operativas. No obstante, al agregar los dos índices se llega a lo presentado en el Cuadro 19.

⁴⁹ Dicho organismo 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 el Ministro de Hacienda y Crédito Público (o su representante).

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 a nombre del Banco de la República que son monitoreadas permanentemente, y los contratos se pueden cancelar cuando se considere necesario.

El programa de administración externa ha traído los siguientes beneficios para el Banco de la República:

- Desde su inicio, el retorno neto (después de comisiones) del programa ha superado su índice de referencia en 7 pb al año en promedio. En 2010 el exceso de retorno neto frente al índice fue de 26 pb.
- 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 inversión 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 por medio de estrategias de tasa de interés, de tasa de cambio e invirtiendo en deuda emitida por entidades con bajo riesgo crediticio, tales como gobiernos, cuasigobiernos⁵⁰, hipotecas de agencias y bonos corporativos. El Banco realiza un seguimiento diario de los portafolios para garantizar que las entidades cumplan con los límites establecidos.

En la actualidad las firmas que participan en el programa de administración externa son Blackrock Institutional Trust, DB Advisors (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 20).

⁵⁰ Los títulos en cuestión corresponden a emisiones realizadas por entidades garantizadas o patrocinadas por los gobiernos (p. ej. agencias Fannie Mae y Freddie Mac), supranacionales (p. ej. Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo) y autoridades locales (p. ej. ciudades y estados), entre otros.

Cuadro 20

Administradores externos de las reservas

Firma	Monto administrado (millones de dólares)
BlackRock Institutional Trust	1.685
DB Advisors	1.117
Fisher Francis Trees & Watts	1.098
Goldman Sachs Asset Management	1.725
UBS Global Asset Management	1.099
Western Asset Management	1.120
Total	7.843

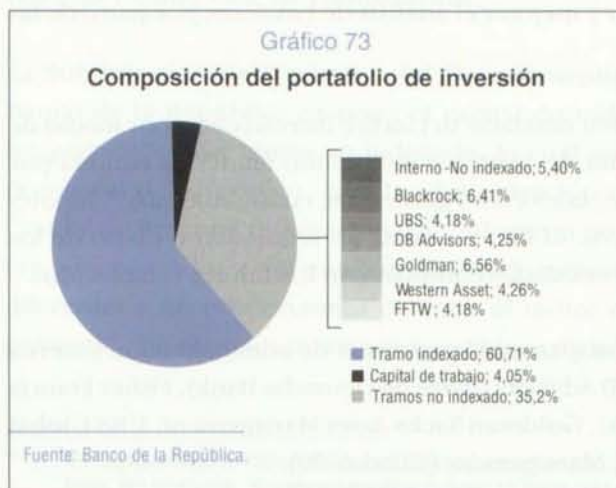
Fuente: Banco de la República.

El Banco define parámetros para la evaluación de la gestión de las firmas administradoras, los cuales son revisados periódicamente⁵¹ y, dependiendo del éxito de la gestión, se pueden tomar decisiones tales como modificar el monto administrado o cancelar el contrato.

B. Composición del portafolio de inversión

En el Gráfico 73 se presenta la composición del portafolio de inversión.

Cerca del 94% del portafolio de inversión está invertido en papeles emitidos por gobiernos o cuasigobiernos y acuerdos de recompra con la Fed. Los títulos de deuda bancaria y corporativa de países industrializados representan actualmente 4,4% y todos cuentan con calificaciones crediticias iguales o mayores a A+ (Gráfico 74).

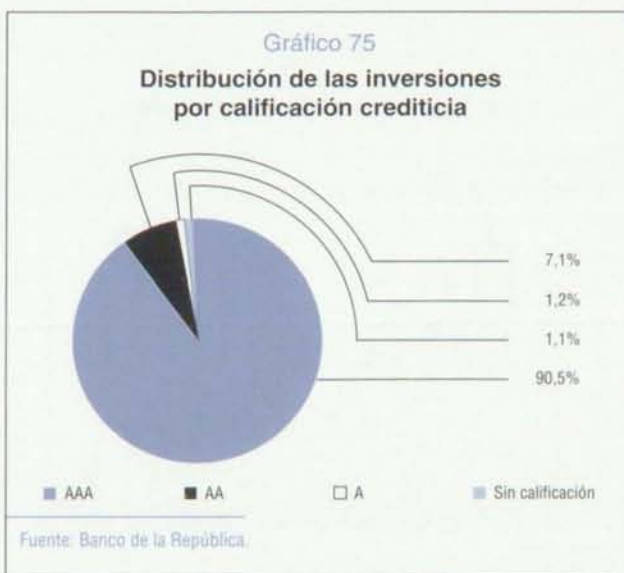
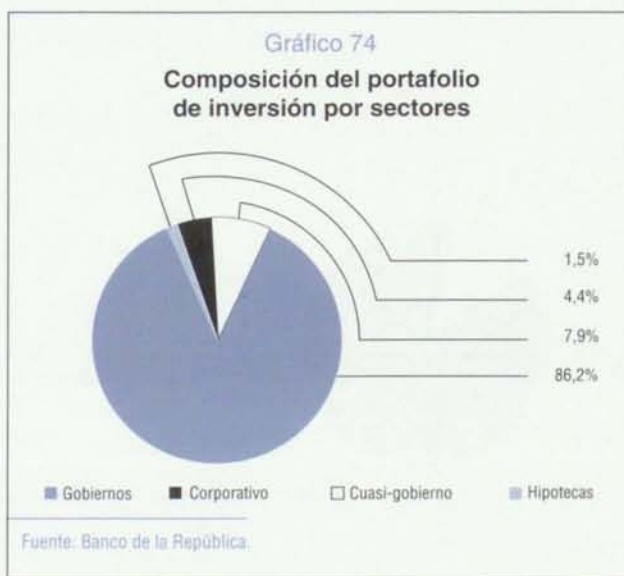


El Gráfico 75 muestra la calidad crediticia del portafolio de inversión, donde se observa que la gran mayoría de las inversiones están calificadas como AAA, el nivel más alto. Tan solo 1,2% del portafolio se encuentra calificado con A. Las inversiones que no tienen calificación crediticia (1,1%) corresponden al Banco de Pagos Internacionales (BIS)

⁵¹ Mensualmente se presentan informes al Comité de Reservas Internacionales sobre el desempeño de los portafolios; así mismo, se revisa anualmente toda la gestión de forma consolidada.

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 76 muestra la composición cambiaria del portafolio de inversión. Para el tramo de inversión el Banco de la República establece la composición cambiaria como una réplica de los egresos de la balanza de pagos del país. Así, la composición cambiaria objetivo es: 85% en dólares de los Estados Unidos, 12% en euros y 3% en yenes. Sin embargo, la composición cambiaria actual del portafolio difiere levemente de la objetivo, ya que se incluye el capital de trabajo, el cual únicamente se invierte en dólares. Adicionalmente se permite, dentro de límites estrictos, que los portafolios registren ligeras desviaciones y que se realicen inversiones en otras monedas de países desarrollados como la libra esterlina, el franco suizo o el dólar canadiense.

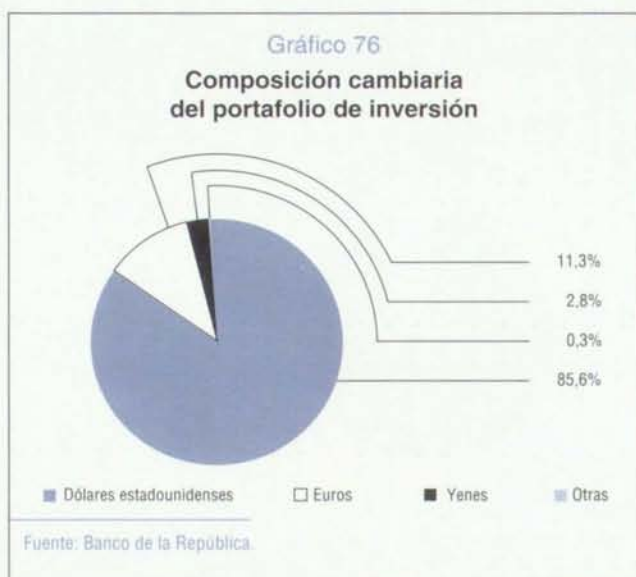


Como medida preventiva frente a un eventual aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas, actualmente la duración modificada⁵² del tramo de inversión es baja (0,62).

C. Desempeño de las inversiones

En 2010 el rendimiento neto de las reservas internacionales fue de US\$159,7 m, lo cual equivale a una tasa de rentabilidad aproximada en dólares de 0,59%. Durante

⁵² La duración modificada es la sensibilidad del valor del portafolio al movimiento de las tasas de interés (riesgo de mercado), y 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.



dicho año se registraron ganancias por valorización de inversiones y causación de intereses por US\$189,1 m, y por diferencial cambiario (valorización de otras monedas frente al dólar) se tuvo una pérdida de US\$29,4 m. La baja rentabilidad de las reservas obedece a tres factores:

- Las tasas de interés se mantuvieron muy bajas en las principales economías desarrolladas. En el Gráfico 77 se presenta la serie histórica de las tasas de los títulos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos a tres meses y dos años de plazo, donde se puede observar que desde finales de 2008 los niveles alcanzados por dichas tasas son los más bajos de las últimas tres décadas.
- La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador implica recibir una rentabilidad inferior.
- El euro se depreció frente al dólar 6,7% en 2010.

En el Gráfico 78 se presentan los rendimientos de las reservas internacionales en la reciente década. Durante los últimos tres años la tasa de rentabilidad anual promedio ha sido 2,13%. Por su parte, el portafolio de inversión tuvo un rendimiento de 0,29% en 2010 y 2,08% anual en los últimos tres años. La diferencia entre la rentabilidad total de las reservas y la del portafolio de inversión el año pasado obedece principalmente a la apreciación del oro (29,7%).

D. Estado de las reclamaciones de los eventos crediticios de 2008

Como se ha comunicado en los pasados *Informes al Congreso*, a finales de 2008 se presentaron dos eventos crediticios: un título de Lehman Brothers por US\$2,7 m

y uno de Sigma Finance Inc., garantizado de manera incondicional e irrevocable por Sigma Finance Corporation (en adelante Sigma) por US\$20 m en el programa de préstamo de títulos administrado por The Bank of New York Mellon (BNYM). A continuación se presenta una actualización sobre el estado de las reclamaciones.

1. *Demanda del Banco de la República en contra de BNYM*



En relación con el avance del proceso judicial que el Banco de la República adelanta, representado por la firma de abogados Crowell & Moring LLP, en contra de Bank of New York Mellon Corporation, Bank of New York Mellon N.A. y Bank of New York Mellon Asset Services, B.V, en adelante BNYM, se manifiesta lo siguiente:

Después de presentar nuevamente el 16 de abril de 2010 la demanda ante la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York, con el fin de recuperar la suma impagada por US\$20 m, su contestación y otras actuaciones procesales normales dentro del proceso, se llevó a cabo el 1 de diciembre de 2010 la audiencia ante el juez federal para definir el objeto del proceso.

En esta audiencia el juez federal escuchó los argumentos de los abogados de las partes sobre la demanda y pretensiones del Banco de la República y las excepciones o defensas de BNYM, y determinó las pretensiones y excepciones que deberán ser probadas 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 que se llevó a cabo el 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 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 con fecha 17 de noviembre de 2010 el Banco de la República recibió por su acreencia un valor de US\$1 m, 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.

2. Proceso de reestructuración de Lehman Brothers Holdings Inc.

Como se ha reportado 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 11 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 ante el Tribunal de Quiebras un Plan de Reestructuración con una propuesta de pago a todos sus acreedores, con base en la determinación de prelación de créditos y sus activos. Luego de otorgar múltiples prórrogas a solicitud de los deudores, para presentar el Plan de Reestructuración, Lehman presentó la última versión de este el 25 de enero de 2011, la cual aún no ha sido aceptada por el Tribunal de Quiebras y, en consecuencia, puede ser objeto de modificaciones. Los deudores consideran que el Plan podría estar aprobado para el 30 de abril de 2011, aun cuando dicha fecha puede ser postergada.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

La estructura de los estados financieros del Banco de la República refleja los objetivos y funciones previstos en la Carta Política, en la Ley 31 de 1992 y en los estatutos de la Entidad.

A. Marco legal

La contabilidad del Banco de la República está regida por lo previsto en la Ley 31 de 1992, el Decreto 2520 de 1993 (estatutos del Banco), las disposiciones emitidas por la Superintendencia Financiera en esta materia y el Decreto 2649 de 1993 (principios o normas de contabilidad generalmente aceptados en Colombia).

1. Principales características del marco contable

Las siguientes son las principales características del manejo contable del Banco de la República:

- a. Su período contable es de un año, y se utiliza el sistema de contabilidad de causación para reconocer los hechos económicos.
- b. El portafolio de las reservas internacionales se valora diariamente a precios de mercado.
- c. Las inversiones en TES se valoran a precios de mercado, de acuerdo con las instrucciones emitidas por la Superintendencia Financiera.
- d. No todos los activos y pasivos en moneda extranjera afectan las reservas internacionales. Para que un activo sea considerado reserva internacional requiere cumplir con las siguientes características: negociabilidad, disponibilidad, moneda de origen y residencia. Deben estar bajo el control de la autoridad monetaria y tener disponibilidad inmediata para financiar directamente los desequilibrios de la balanza de pagos y regularlos mediante la intervención en los mercados cambiarios.
- e. Hay reglas especiales, en atención a la naturaleza propia de la institución como banco central, con respecto al registro contable de: i) las fluctuaciones de otras monedas frente al dólar; ii) las variaciones en los precios de mercado de las inversiones en moneda extranjera, y iii) las variaciones del peso frente al dólar sobre los saldos de las reservas internacionales. En los dos primeros casos las variaciones se reflejan en el estado de resultados, mientras que en el último lo hacen en el superávit patrimonial.

Las fluctuaciones de las cotizaciones de las diferentes divisas frente al dólar de los Estados Unidos, que es la unidad de referencia contable, afectan los resultados operacionales del Banco. Así, la revaluación del euro y del yen frente al dólar genera utilidades para el Banco, mientras que la devaluación de dichas monedas frente al dólar genera pérdidas.

Las variaciones en los precios de mercado de los diferentes títulos o del portafolio de las reservas internacionales originan valorizaciones o desvalorizaciones que afectan el estado de resultados. Una disminución de las tasas de interés en los Estados Unidos y la Unión Europea aumenta el valor del portafolio a precios de mercado, lo cual genera utilidades para el Banco. Si esta tendencia se revirtiera, el incremento de las tasas de interés internacionales causaría una desvalorización de los activos del Banco y pérdidas operacionales⁵³. Adicionalmente, los títulos

⁵³ La sensibilidad de los precios a los cambios en la tasa de interés se mide por medio de la duración modificada.

del portafolio de las reservas perciben intereses que constituyen un ingreso en el estado de resultados. Cuando las tasas de interés se encuentran en niveles bajos, los ingresos por causación de intereses se reducen.

Finalmente, las variaciones de las reservas internacionales originadas en movimientos del peso con respecto al dólar de los Estados Unidos se denominan ajuste de cambio y se registran en el superávit patrimonial. El ajuste de cambio ocasionado por los activos y pasivos en moneda extranjera que no constituyen reservas internacionales se registra en los resultados del período.

- f. Los estatutos del Banco establecen la creación de la reserva para fluctuaciones de monedas. Esta se constituye con la parte de las utilidades de cada ejercicio que correspondan al mayor valor neto de los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco, originado en las variaciones cambiarias ocurridas entre el dólar y las demás monedas en que estén denominados, siempre que se hayan producido utilidades en el respectivo ejercicio. Cuando las fluctuaciones de las monedas generen, al final del ejercicio, un resultado neto negativo, este podrá enjugarse contra esta reserva.
- g. El remanente de las utilidades anuales, una vez apropiadas las reservas, es de la nación. En caso de que se llegue a presentar pérdidas en el resultado del ejercicio anual, estas deberán cubrirse, en primer lugar, con cargo a la reserva de estabilización monetaria y cambiaria, creada para este propósito específico. En caso de que la reserva sea insuficiente, el faltante lo debe cubrir el presupuesto general de la nación.
- h. Anualmente se proyecta el resultado neto de la operación del Banco, cálculo que se utiliza para preparar la ley anual del presupuesto. Para este efecto, las utilidades o pérdidas se incorporan al presupuesto de rentas o gastos, según corresponda.
- i. El pago o cobro a la nación de las utilidades o de las pérdidas, según corresponda, se realiza en efectivo dentro del primer trimestre de cada año, de conformidad con lo previsto en la Ley 31 de 1992.

B. Estructura financiera del balance general y del estado de resultados

1. Balance general

a. Activo

i. Reservas internacionales brutas

Se constituyen en el principal activo del Banco; al 31 de diciembre de 2010 estas participaron con el 84,1% del total, y es su principal fuente de ingresos. Están conformadas

por las inversiones (92,4%), valoradas a precios de mercado, que incluyen los portafolios en administración directa y externa. El saldo restante (7,6%) está distribuido en su orden en: derechos especiales de giro y posición de reserva en el FMI, el saldo a favor por convenios internacionales y las existencias de oro monetario.

ii. Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez

Los pactos de reventa corresponden a las operaciones Repo otorgadas por el Banco, que consisten en la compra temporal de títulos de deuda pública con el propósito de dar liquidez transitoria a los intermediarios financieros. Al corte de diciembre de 2010 tienen una participación del 3,9% del total de activos. La tasa cobrada se constituye en ingresos operativos del Banco. Cabe señalar que en los últimos años no se han dado apoyos de liquidez a los establecimientos de crédito.

iii. Inversiones

Corresponde básicamente al portafolio de títulos, con participación del 2,1% del total de activos al 31 de diciembre de 2010. Sus rendimientos por la valoración a precios de mercado, que incluye la causación de cupones, constituyen ingresos operativos de la entidad. Estas inversiones las realiza el Banco para otorgar liquidez mediante la compra o venta definitiva de títulos de deuda pública (TES) en el mercado secundario.

iv. Otros activos netos

Están conformados principalmente por los derechos fiduciarios sobre los recursos del pasivo pensional entregado a entidades especializadas para su administración, los aportes a organismos internacionales realizados con anterioridad a la vigencia de la Ley 31 de 1992, las propiedades y equipos, los bienes de arte y cultura representados, especialmente, en el material bibliográfico en las diferentes bibliotecas del país y en las colecciones de orfebrería y artes plásticas; y por las existencias de metales preciosos no monetarios. Además, se encuentra la valorización contable de los inmuebles y bienes de arte y cultura, cuya contrapartida se refleja en el superávit patrimonial. La participación de este rubro es del 5,6% del total de activos en diciembre de 2010.

b. Pasivo

i. Base monetaria

Está conformada por los billetes y monedas en circulación y las cuentas de depósito de los intermediarios financieros en el Banco de la República. Constituye el principal pasivo del Banco, con una participación del 69,3% del total del pasivo y patrimonio a diciembre de 2010. Los costos generados por estos pasivos, como son los de producción de las especies monetarias (billetes y moneda metálica), se reflejan en los egresos de la entidad.

ii. Depósitos del Gobierno Nacional-Dirección General del Tesoro Nacional

Corresponde a los depósitos en moneda nacional del Gobierno constituidos a través de la Dirección General del Tesoro Nacional, que participaron con el 4,8% del total del pasivo y patrimonio en diciembre del año anterior. Estos depósitos tienen remuneración por plazos y se reflejan en los egresos operacionales del Banco.

iii. Obligaciones con los organismos internacionales

Corresponde a los aportes constituidos en moneda nacional y extranjera que se encuentran a disposición de los organismos internacionales; y representaron el 6,4% del total del pasivo y patrimonio a finales de 2010.

iv. Otros pasivos

Se encuentran conformados, principalmente, por la provisión registrada por concepto de pensiones de jubilación y las obligaciones laborales; constituyen el 1,1% del total del pasivo y patrimonio en diciembre de 2010.

c. Patrimonio

El patrimonio representó el 16,4% del total de los activos del Banco a finales del año anterior. Está conformado por: el capital inicial, las reservas estatutarias, el superávit y los resultados del ejercicio. El concepto más importante del patrimonio lo constituye el superávit, el cual participa con el 12,1% del total de activos. En este rubro se registran las diferencias en cambio provenientes de la devaluación acumulada del peso frente al dólar, que resulta de reexpresar en pesos los activos de reserva.

De otra parte, las reservas estatutarias representan el 4,7% de los activos del Banco, y están distribuidas de la siguiente forma: reserva para fluctuaciones de monedas (\$2.516,4 mm), reserva de estabilización monetaria y cambiaria (\$502,3 mm), y reserva para protección de activos: (\$0,1 mm).

2. Estado de resultados

El estado de resultados del Banco de la República, para efectos administrativos y presupuestales, se presenta clasificado en monetario, corporativo y gastos de pensionados.

El presupuesto monetario agrupa los resultados de las funciones constitucionales del Banco como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, banco de emisión, administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito, y agente fiscal del Gobierno.

El presupuesto corporativo agrupa los resultados propios de la gestión administrativa del Banco como agente fiduciario, ingresos por comisiones de servicios bancarios,

por compra y venta de metales preciosos, gastos de personal y pensionados, gastos de funcionamiento y gastos culturales.

a. Ingresos y gastos de origen monetario

Históricamente los ingresos monetarios del Banco han representado más del 90% del total de los ingresos. Sin embargo, estos no son fácilmente estimables en la medida en que dependen de variables como: las tasas de interés, las fluctuaciones externas e internas de los precios de mercado de los portafolios de inversión y el precio de las monedas de reserva frente al peso colombiano. Así mismo, estos ingresos dependen de las medidas monetarias y cambiarias que adopte la JDBR.

Constituyen ingresos monetarios del Banco:

- * Los rendimientos obtenidos del portafolio de las reservas internacionales,
- * La valoración del portafolio de inversiones en títulos de deuda pública, que se utiliza para las operaciones de liquidez permanente,
- * Los intereses recibidos por las operaciones de liquidez transitoria (Repo),
- * Las diferencias en cambio favorables, generadas sobre los activos y pasivos en moneda extranjera (diferentes a las reservas internacionales), ocasionadas por la variación del peso frente al dólar,
- * Los ingresos generados por la puesta en circulación de las monedas que son iguales a su valor facial. Así mismo, cuando se destruye moneda⁵⁴, el metal recuperado produce un ingreso adicional,
- * Los dividendos recibidos por los aportes que tiene el Banco en la Corporación Andina de Fomento (CAF), y
- * Otros ingresos menores.

Constituyen egresos monetarios del Banco:

- * Los intereses que se pagaban a los establecimientos de crédito por la remuneración al encaje sobre las cuentas de ahorro y CDT⁵⁵,
- * Los intereses pagados a la DGTN sobre los fondos depositados en el Banco, de acuerdo con la Ley 31 de 1992,

⁵⁴ Por ejemplo, la moneda que recibe el Banco de la República y ya no está en circulación, especialmente la fraccionaria.

⁵⁵ A partir de febrero de 2009 se eliminó la remuneración al encaje sobre las cuentas corrientes y de ahorro y demás depósitos a la vista.

- Los intereses pagados por los depósitos de contracción monetaria, no constitutivos de encaje,
- Las comisiones y gastos pagados por la administración, custodia de títulos y asesoría legal para el manejo de las reservas internacionales en el exterior,
- Las diferencias en cambios desfavorables, generadas sobre los activos y pasivos (diferentes a las reservas internacionales) en moneda extranjera, ocasionadas por la variación del peso frente al dólar,
- El costo de la impresión, importación de materia prima, acuñación, destrucción y distribución nacional de las especies monetarias, que se registra al momento de poner en circulación los billetes y monedas, y
- Otros egresos menores, donde se destacan las comisiones pagadas por la administración delegada del portafolio del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP) y los gastos por el uso del sistema *Swift*.

b. Ingresos y egresos corporativos

Los ingresos considerados corporativos representan usualmente el 10% de los ingresos totales, y son:

- Las comisiones que percibe el Banco por ser agente del Gobierno en la edición, colocación y administración en el mercado de los títulos de deuda pública y la administración del portafolio del FAEP, y
- Las comisiones recibidas de los intermediarios financieros por la prestación de servicios bancarios como: la provisión de efectivo, la compensación de cheques, la custodia y operación de títulos en el Depósito Central de Valores (DCV), la transferencia interbancaria de fondos, el servicio electrónico de negociación (SEN), que le permite a las entidades afiliadas la compraventa secundaria de títulos valores emitidos y administrados por el Banco, así como la realización de operaciones de tesorería y operaciones Repo.

Por su parte, los egresos corporativos representan, aproximadamente, entre el 25% y el 35% de los egresos totales, y son:

- Los gastos de personal, dentro de los cuales se destacan los salarios, prestaciones sociales, aportes parafiscales, capacitación y servicio médico.
- Los gastos generales o de funcionamiento, que incluyen los servicios públicos, servicios de aseo y vigilancia, mantenimiento y reparaciones, y otros servicios contratados con terceros.

- Los gastos por impuestos, seguros y contribuciones, que incluyen, entre otros, el impuesto predial, de industria y comercio, el gravamen a los movimientos financieros (GMF), las primas de los seguros que amparan los activos del Banco, la contribución a la Superintendencia Financiera y a la Contraloría General de la República, etc. Este grupo de egresos no son susceptibles de una gestión directa por parte del Banco.
- Los gastos culturales propios de la actividad, que son aquellos en los que se incurre en el desarrollo del plan de actividades de las áreas de biblioteca, artes plásticas, música, numismática y Museo del Oro, en las agencias culturales y en las sucursales.
- Los egresos por depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros egresos menores, los cuales contemplan el reconocimiento por el uso, según la vida útil de los activos, las provisiones a que haya lugar durante la vigencia y la amortización de los proyectos de *software*, el licenciamiento, mantenimiento y soporte de los mismos.

c. Gastos de pensionados

Las provisiones del pasivo pensional se encuentran realmente constituidas, y se actualizan de acuerdo con las estimaciones anuales del cálculo actuarial, para formar un esquema de financiamiento autosuficiente. Los recursos del pasivo pensional son administrados por varias entidades especializadas en fiducia, mediante un patrimonio autónomo, y sus rendimientos sufragan parte de los gastos relacionados con pensiones.

Por lo anterior, los gastos de pensionados se presentan separados de los egresos corporativos y registran el resultado neto de los ingresos obtenidos como producto de los rendimientos del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional e intereses de los préstamos de vivienda otorgados a los empleados del Banco y los gastos de pensionados correspondientes a las mesadas, los aportes por seguridad social, la provisión del cálculo actuarial, y otros gastos.

C. Balance del Banco de la República

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República al 31 de diciembre de 2010, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre de 2009 (Cuadro 21).

1. Activo

Al 31 de diciembre de 2010 los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$64.800 mm. Esta cifra fue superior en \$2.415 mm (3,9%) al saldo observado en

diciembre de 2009, cuando los activos ascendieron a \$62.385 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales:* al cierre de diciembre de 2010 el saldo de las reservas internacionales brutas, valorado a precios de mercado, fue \$54.479 mm (US\$28.463,5 m), superior en \$2.627 mm (5,1%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2009. 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 \$5.822 mm; ii) el rendimiento por intereses, la valoración por precios de mercado y el diferencial cambiario que produjeron un aumento de las reservas por \$272 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 \$3.014 mm, y iv) la reducción de los depósitos en moneda extranjera de la DGTN en el Banco de la República por \$314 mm.
- *Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado ascendió en diciembre de 2010 a \$1.334 mm, inferior en \$2.263 mm con respecto al cierre de 2009. Esta disminución fue el resultado de ventas netas de TES por parte del Banco de la República por valor de \$1.999 mm, vencimientos de TES por \$447,7 mm, traslado de títulos por parte de fiduciarias al Banco de la República por \$111,3 mm y valoración del portafolio por \$75,4 mm.
- *Operaciones Repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* su saldo ascendió a \$2.539 mm al finalizar diciembre de 2010, lo que significó un aumento de \$2.079 mm con respecto al cierre de 2009.

2. Pasivos

Al 31 de diciembre de 2010 el saldo de los pasivos fue \$54.186 mm, superior en \$5.641 mm (11,6%) al registrado al finalizar el año 2009. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Base monetaria:* al finalizar el año 2010 la base monetaria ascendió a \$44.875 mm, superior en \$5.330 mm (13,5%) al saldo registrado al cierre de 2009.
- *Los depósitos en pesos del Gobierno nacional,* constituidos por la DGTN en el Banco de la República, al cierre de diciembre de 2010 tuvieron un saldo de \$3.115 mm, monto superior en \$763 mm (32,5%) al registrado en diciembre de 2009.
- *Obligaciones con organismos internacionales:* el saldo de este rubro fue \$4.118 mm al finalizar diciembre de 2010. Este monto fue inferior en \$142 mm (-3,3%) al registrado el 31 de diciembre de 2009.

Cuadro 21
Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico
(diciembre de 2009 a diciembre de 2010)

(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre de 2009		Diciembre de 2010		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	62.385	100,0	64.800	100,0	2.415	3,9
Reservas internacionales brutas	51.852	83,1	54.479	84,1	2.627	5,1
Aportes en organismos internacionales	2.802	4,5	2.798	4,3	(4)	(0,1)
Inversiones	3.597	5,8	1.334	2,1	(2.263)	(62,9)
Sector público; deuda consolidada	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Sector público; regulación monetaria	3.580	5,7	1.321	2,0	(2.260)	(63,1)
Bonos; capitalización banca pública y otros	17	0,0	14	0,0	(3)	(19,9)
Cartera de créditos	2	0,0	1	0,0	(0)	(29,8)
Sector público Gobierno nacional	1	0,0	1	0,0	(0)	(37,5)
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)	(8,1)
Provisión	(3)	(0,0)	(3)	(0,0)	0	(5,6)
Pactos de reventa apoyos transitorios de liquidez	460	0,7	2.539	3,9	2.079	452,3
Cuentas por cobrar	32	0,1	43	0,1	11	35,2
Otros activos netos	3.640	5,8	3.605	5,6	(35)	(1,0)
Pasivo y patrimonio	62.385	100,0	64.800	100,0	2.415	3,9
Pasivo	48.545	77,8	54.186	83,6	5.641	11,6
Pasivos en m/e que afectan las reservas internacionales	19	0,0	22	0,0	4	19,1
Base monetaria	39.545	63,4	44.875	69,3	5.330	13,5
Efectivo	25.789	41,3	29.769	45,9	3.980	15,4
Reserva	13.755	22,0	15.105	23,3	1.350	9,8
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	830	1,3	935	1,4	105	12,7
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros depósitos	62	0,1	101	0,2	39	61,9
Gobierno nacional (TGN) m/n	2.351	3,8	3.115	4,8	763	32,5
Gobierno nacional (TGN) m/e	609	1,0	295	0,5	(314)	(51,5)
Obligaciones con organismos internacionales	4.260	6,8	4.118	6,4	(142)	(3,3)
Cuentas por pagar	99	0,2	38	0,1	(61)	(61,6)
Otros pasivos	770	1,2	686	1,1	(84)	(10,9)
Patrimonio total	13.840	22,2	10.614	16,4	(3.226)	(23,3)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	2.867	4,6	3.019	4,7	152	5,3
Superávit	10.805	17,3	7.854	12,1	(2.951)	(27,3)
Liquidación cuenta especial de cambio	453	0,7	453	0,7	0	0,0
Ajuste cambiario: 1993 en adelante y superávit	9.099	14,6	6.085	9,4	(3.014)	(33,1)
Otros	133	0,2	136	0,2	3	2,4
Valorizaciones de bienes y donaciones	1.120	1,8	1.180	1,8	60	5,3
Resultados	155	0,2	(272)	(0,4)	(427)	(274,8)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	155	0,2	(272)	(0,4)	(427)	(274,8)

Fuente: Banco de la República.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$10.614 mm en diciembre de 2010, saldo inferior en \$3.226 mm (-3,3%) con respecto al nivel observado un año atrás. Esta reducción se explica principalmente por: i) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual disminuyó en \$3.014 mm (-33,1 %) como resultado de la apreciación del peso frente al dólar y ii) el resultado negativo del año por \$271,5 mm.

D. Estado de resultados en 2010

En 2010 el Banco de la República obtuvo un resultado operacional negativo de \$271,5 mm (Cuadro 22) producto de ingresos por \$761,0 mm y egresos por \$1.032,6 mm.

Frente a 2009, el resultado operacional del Banco se redujo en \$426,9 mm debido a la fuerte contracción de los ingresos monetarios por \$497,7 mm (-41,1%), no obstante la disminución de \$103,2 mm que presentaron los egresos. Dentro de los ingresos monetarios se destaca el descenso de 60,3% en los rendimientos de las reservas internacionales (-\$413,3 mm). Este resultado obedeció, principalmente, a la reducción de las tasas de interés en los mercados internacionales, lo cual produjo una baja causación de intereses. Aunque las inversiones de las reservas se valorizaron en promedio durante el año, la baja duración modificada del portafolio de inversión provocó que estos ingresos fueran menores que en años anteriores. En efecto, durante 2010 las tasas de interés externas promedio fueron de 0,65%, inferiores a las observadas en 2009, cuando fueron 0,95%. A esta disminución se le suma el resultado negativo del diferencial cambiario, resultado del fortalecimiento del dólar frente a las monedas de reserva, en especial el euro, moneda que registró una desvalorización del 6,5%.

En cuanto a los rendimientos recibidos por las operaciones de liquidez, estos presentaron una disminución de \$86,7 mm frente a los registrados en 2009, como consecuencia de la reducción de la tasa de intervención del Emisor durante 2010 y de los menores repos realizados por el Banco. Por su parte, los ingresos recibidos por la valoración de los TES de expansión monetaria mostraron una reducción de \$11,6 mm, relacionada con el descenso en las tasas de negociación del mercado y con el menor saldo de los títulos de deuda pública local, por ventas definitivas y vencimiento de títulos. En contraste, la valorización del oro no monetario, resultado del incremento del precio internacional de referencia del oro, explica el aumento en el rubro de otros intereses.

En 2010 los egresos estuvieron relacionados, principalmente, con los gastos monetarios, en particular por: i) la remuneración a los depósitos del Gobierno nacional (\$271,3 mm), ii) el costo de emisión y distribución de especies monetarias (\$144,3 mm), y iii) las diferencias en cambio (\$117,2 mm). Otros egresos fueron los gastos de personal (\$213,6 mm) y los gastos generales (\$50,5 mm), que registraron un decrecimiento en términos reales del 4,5% y 2,7%, respectivamente, frente a 2009.

Cuadro 22
Pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2010
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado		Variaciones anuales	
	Diciembre de 2009	Diciembre de 2010	Porcentual	Absoluta
1. Ingresos del P y G	1.291,1	761,1	(41,1)	(530,1)
A. Ingresos monetarios	1.133,8	636,0	(43,9)	(497,7)
1. Intereses y rendimientos	1.035,8	530,5	(48,8)	(505,3)
Reservas internacionales	685,0	271,8	(60,3)	(413,3)
Otros intereses	70,9	77,2	9,0	6,4
Operaciones de liquidez	192,8	106,0	(45,0)	(86,7)
Valoración de TES	87,1	75,4	(13,4)	(11,6)
2. Diferencias en cambio	26,3	5,9	(77,4)	(20,3)
3. Moneda metálica	51,1	76,3	49,2	25,2
4. Otros	20,6	23,3	13,3	2,7
B. Ingresos corporativos	157,4	125,0	(20,5)	(32,3)
1. Comisiones	140,3	106,7	(24,0)	(33,6)
Servicios bancarios	72,0	55,1	(23,5)	(16,9)
Negocios fiduciarios	51,2	51,6	0,9	0,4
Otras comisiones	17,2	0,0	(100,0)	(17,2)
2. Otros	17,1	18,4	7,6	1,3
2. Egresos del P y G	1.135,8	1.032,6	(9,1)	(103,1)
A. Egresos monetarios	853,9	616,0	(27,9)	(237,9)
1. Intereses y rendimientos	601,6	349,0	(42,0)	(252,6)
Remuneración al encaje	69,1	0,0	(100,0)	(69,1)
Remuneración a las cuentas de la DTN	392,7	271,3	(30,9)	(121,4)
Comisión de compromiso flexible con el FMI	38,4	27,9	(27,2)	(10,5)
Gastos en administración de las reservas internacionales	26,6	21,6	(18,8)	(5,0)
Gastos en operación de contracción monetaria	74,8	28,2	(62,3)	(46,6)
2. Diferencias en cambio	132,9	117,2	(11,8)	(15,7)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	114,0	144,3	26,6	30,4
4. Otros	5,4	5,4	(0,0)	(0,0)
B. Egresos corporativos	332,9	329,9	(0,9)	(3,0)
1. Gastos de personal	216,9	213,6	(1,5)	(3,3)
2. Gastos generales	50,3	50,5	0,3	0,2
3. Recuperación del IVA descontable	(2,5)	(4,1)	64,5	(1,6)
4. Impuestos	7,3	6,9	(6,1)	(0,4)
5. Seguros	6,4	6,6	3,2	0,2
6. Contribuciones y afiliaciones	3,0	3,7	24,8	0,7
7. Gastos culturales	9,1	8,9	(2,9)	(0,3)
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del <i>software</i>)	42,2	43,8	3,6	1,5
C. Gastos de pensionados	(51,0)	86,7	n. a.	137,8
3. Resultado operacional (1 - 2)	155,4	(271,5)	n. a.	(426,9)

n. a. No aplica.

Fuente: Banco de la República.

Los menores egresos (\$103,2 mm) se explican principalmente por la disminución de \$121,4 mm en la remuneración pagada al Gobierno nacional sobre los fondos depositados en el Banco de la República, producto de la reducción de la tasa de intervención. Por su parte, los costos relacionados con la emisión y distribución de especies monetarias presentaron un aumento (\$30,4 mm) sustentado en la mayor demanda y puesta en circulación de monedas y billetes. El resultado de las diferencias en cambio reflejó la apreciación del peso frente al dólar (6,4%), afectando de esta manera el ajuste en cambio sobre los aportes en organismos internacionales, el oro no monetario y sobre otros activos y pasivos en moneda extranjera.

Los gastos corporativos fueron inferiores a los del año anterior en \$3,0 mm, lo que representó una reducción en términos reales del 3,9%. En particular, se destaca la reducción observada en los gastos de personal (4,5%) y en los gastos generales (2,7%), resultado de la gestión adelantada por el Banco en los últimos años en cuanto a

la racionalización de los gastos corporativos y el programa de mejor aprovechamiento de los recursos.

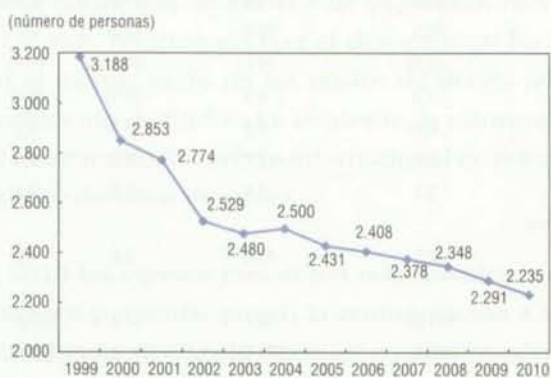
En cuanto a los gastos de personal, cabe resaltar la disminución que han registrado en los últimos diez años (13,5% en términos reales), comportamiento asociado en forma directa con la disminución en la planta de personal activo (Gráfico 79). De hecho, en el período 1999-2010 el Banco redujo su número de trabajadores en un 29,9%, al pasar de 3.188 a 2.235 empleados. Esta reducción se logró mediante planes de pensión temprana, planes de retiro con bonificación y el no cubrimiento de vacantes, previendo únicamente las que se consideran indispensables. Es así como en 2002 se acogieron a un *plan de pensión temprana* establecido por el Banco, 212 empleados, y en 2010 se pensionaron 272 luego de que cumplieron todos los requisitos legales.

Gráfico 79
Personal del Banco de la República

A. Gasto de personal



B. Planta de personal



Fuente: Banco de la República.

Los gastos generales o de funcionamiento han continuado registrando una tendencia a la baja, como se puede observar en el período 1999-2010. La reducción observada en los gastos generales del Banco fue resultado de: i) el programa de racionalización del gasto orientado a cambios estructurales como la revisión de procesos, esquemas de operación, costos, proveedores, planes y tarifas; ii) la reconsideración de necesidades en consumo, y iii) el énfasis en el seguimiento a la ejecución y metas de ahorro. El crecimiento presentado en el año 2002 fue producto del aporte de \$10.000 m que el Banco de la República realizó a través del Fondo Financiero de Proyectos de Desarrollo (Fonade), al Plan Nacional de Lecturas y Bibliotecas, coordinado por el Ministerio de Cultura (Gráfico 80).

Finalmente, el gasto neto de pensionados, que incluye el ingreso generado por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional (\$131,5 mm), los intereses por préstamos de vivienda (\$7,8 mm), y el gasto por pensionados (\$226,1 mm), registró un aumento producto de la desvalorización del portafolio, efecto del comportamiento de las tasas de negociación de los TES, títulos en los que está invertido aproximadamente el 81,6% del portafolio.

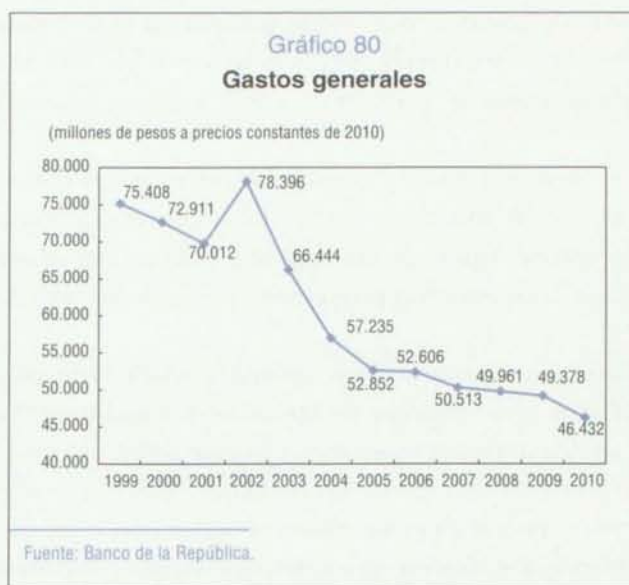
E. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, el remanente de las utilidades, una vez apropiadas las reservas, será de la nación. En caso de que llegaren a presentarse pérdidas, deben cubrirse, en primer lugar, con cargo a la reserva de estabilización monetaria y cambiaria, creada para este propósito específico, y en caso de ser insuficiente, el faltante lo debe cubrir el presupuesto general de la nación.

Los resultados en la vigencia de 2010 fueron negativos (pérdidas) en \$271,5 mm. La JD BR dispuso que se cubran con el uso parcial de las reservas para fluctuaciones de monedas y de estabilización monetaria y cambiaria, con lo cual no será necesario recurrir al presupuesto general de la nación (Cuadro 23).

De esta forma, el saldo de las reservas patrimoniales es el siguiente: i) reserva para fluctuación de monedas⁵⁶ (\$2.425,5 mm), ii) reserva para protección de activos, \$0,1 mm, y iii) reserva

⁵⁶ Recursos destinados a cubrir eventuales pérdidas por la fluctuación de las tasas de cambio del dólar frente a las otras divisas que componen las reservas internacionales.



Cuadro 23
Distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

Resultado del ejercicio (pérdida)	(271,5)
Más utilización de reservas	273,1
Reserva para fluctuaciones de monedas	90,9
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	182,2
Reserva para protección de activos	0,0
Reserva de resultados cambiarios	0,0
Menos constitución de reservas	1,5
Reserva para fluctuaciones de monedas	0,0
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0,0
Reserva para protección de activos	0,0
Reserva de resultados cambiarios	0,0
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	1,5
Resultado neto a favor o a cargo del Gobierno nacional	0,0

Fuente: Banco de la República.

de estabilización monetaria y cambiaria, \$320,2 mm. Esta última se utilizará para cubrir las pérdidas que se puedan presentar en 2011.

F. Proyección de ingresos y gastos para el año 2011

Para el presente año se estima un resultado operacional negativo de \$536,7 mm producto de la proyección de ingresos por \$491,3 mm y de egresos por \$1.028,0 mm (Cuadro 24). La disminución de los ingresos (\$269,7 mm) se explica en los menores rendimientos que se estiman recibir por las reservas internacionales (\$130,4 mm), por la valoración del oro no monetario (\$76,7 mm), de los títulos de deuda pública en poder del Banco (\$17,5 mm) y por los intereses de las operaciones de liquidez (\$64,7 mm).

En cuanto al rendimiento de las reservas internacionales, las expectativas en materia de tasas de interés externas que se derivan de los contratos *forward* sugieren un aumento paulatino, por lo cual se prevé una desvalorización del portafolio. Esto explica que el rendimiento proyectado será inferior al 0,3%.

Cabe señalar que la proyección del rendimiento de reservas no incorpora los posibles efectos por variación en las tasas de cambio de las monedas del portafolio, por lo cual los ingresos esperados por este concepto están sujetos a la incertidumbre sobre el comportamiento de las monedas, especialmente del euro. En efecto, una devaluación o revaluación de estas monedas con relación al dólar disminuirá o aumentará proporcionalmente el monto del diferencial cambiario de las reservas.

Cuadro 24

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

(miles de millones de pesos)

	Diciembre	Proyectado	Variaciones anuales	
	2010	2011	Porcentual	Absoluta
1. Ingresos del P y G	761,1	491,3	(35,4)	(269,7)
A. Ingresos monetarios	636,0	349,8	(45,0)	(286,2)
1. Intereses y rendimientos	530,5	241,2	(54,5)	(289,3)
Reservas internacionales	271,8	141,4	(48,0)	(130,4)
Otros intereses	77,2	0,5	(99,3)	(76,7)
Operaciones de liquidez	106,0	41,3	(61,0)	(64,7)
Valoración de TES	75,4	57,9	(23,2)	(17,5)
2. Diferencias en cambio	5,9	26,9	352,4	21,0
3. Moneda metálica	76,3	69,0	(9,5)	(7,2)
4. Otros	23,3	12,7	(45,6)	(10,7)
B. Ingresos corporativos	125,0	141,5	13,2	16,5
1. Comisiones	106,7	105,9	(0,7)	(0,7)
Servicios bancarios	55,1	52,8	(4,1)	(2,3)
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	1.028,0	(0,4)	(4,6)
A. Egresos monetarios	616,0	510,0	(17,2)	(105,9)
1. Intereses y rendimientos	349,0	325,1	(6,8)	(23,9)
Remuneración a las cuentas de la DTN	271,3	254,1	(6,3)	(17,2)
Comisión de compromiso flexible con el FMI	27,9	13,1	(53,1)	(14,8)
Gastos en administración de las reservas internacionales	21,6	21,2	(1,9)	(0,4)
Gastos en operación de contracción monetaria	28,2	36,7	30,4	8,6
2. Diferencias en cambio	117,2	26,9	(77,0)	(90,3)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	144,3	152,9	5,9	8,6
4. Otros	5,4	5,1	(6,2)	(0,3)
B. Egresos corporativos	329,9	352,3	6,8	22,4
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	8,0	16,6	1,1
5. Seguros	6,6	7,9	18,1	1,2
6. Contribuciones y afiliaciones	3,7	4,2	14,3	0,5
7. Gastos culturales	8,9	9,9	12,1	1,1
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del <i>software</i>)	43,8	49,3	12,7	5,6
C. Gastos de pensionados	86,7	165,7	91,0	79,0
3. Resultado operacional (1 - 2)	(271,5)	(536,7)	97,7	(265,2)

Fuente: Banco de la República.

Con respecto al oro no monetario, se estima una reducción de \$76,7 mm. En 2010 se presentó una valoración del oro no monetario por \$76,5 mm, producto del incremento en el precio de referencia del oro. Sin embargo, dada la volatilidad del precio de referencia de este metal en el mercado internacional, el presupuesto del Banco no contempla valorizaciones por este concepto para 2011, por lo que lo proyectado está de acuerdo con el precio del metal en 2010 y los inventarios correspondientes, situación que sustenta la disminución de estos ingresos.

Los menores ingresos por la valoración de los TES en poder del Banco consideran el aumento observado de las tasas de negociación del mercado y los vencimientos de estos títulos.

Por su parte, la disminución estimada del ingreso por las operaciones de liquidez Repo (\$64,7 mm), es el resultado de menores requerimientos de liquidez frente a 2010, explicados principalmente por los excesos generados por los vencimientos de TES del Gobierno nacional.

En la proyección de los egresos el 49,6% corresponde a los monetarios, los que se estiman ascenderán a \$510,0 mm, inferiores en \$105,9 mm con respecto a los registrados en 2010. Se destacan:

- i) La remuneración a los depósitos del Gobierno nacional que mantiene la DGTN en el Banco de la República, que serán inferiores en \$17,2 mm frente a lo reportado en 2010, resultado de la disminución del saldo promedio diario de estos depósitos, que se estima pasará a \$7.878,2 mm, teniendo en cuenta que un año atrás estos fueron de \$8.416,8 mm. Esta estimación consideró, entre otras variables, los vencimientos de TES del Gobierno nacional que se esperan en 2011, los TES de corto plazo que se emitirían en este mismo año y el comportamiento de los recaudos tributarios.
- ii) El costo de emisión y distribución de especies monetarias (\$152,9 mm), con un crecimiento nominal anual del 5,9%, de acuerdo con el programa de producción de monedas y billetes para la vigencia.
- iii) Los gastos en operaciones de contracción monetaria se proyectan en \$36,7 mm, con un aumento de \$8,6 mm, resultado de los mayores volúmenes de estas operaciones ante la mayor liquidez que generarán los vencimientos esperados de TES del Gobierno nacional y del incremento en las tasas de remuneración.
- iv) El egreso que se estima por diferencias en cambio (\$26,9 mm), inferior en \$90,3 mm al de 2010, corresponde a los cambios ocasionados por la variación del peso frente al dólar que afectan los activos y pasivos (diferentes a las reservas internacionales) en moneda extranjera.

Los egresos corporativos se estiman que ascenderán a \$352,3 mm, de los cuales \$224,3 mm corresponden a gastos de personal, que se proyectan presentarán un crecimiento del 1,8% en términos reales, de acuerdo con las normas pactadas en la convención colectiva vigente.

Los gastos generales (\$53,0 mm) se estimaron con un crecimiento del 1,8% en términos reales, teniendo en cuenta que el 65,5% de estos gastos no está asociado directamente con la tasa de inflación, sino con incrementos no susceptibles de una gestión directa por parte del Banco, tales como aumentos en el salario mínimo legal, en tarifas de los servicios públicos, en mantenimiento de activos por adquisición de repuestos y algunos contratos en dólares, entre otros factores.

En otros gastos corporativos se incluyen aquellos que no son susceptibles de una gestión directa por parte del Banco, tales como: impuestos \$8,0 mm, seguros \$7,9 mm, contribuciones y afiliaciones \$4,2 mm, depreciaciones \$21,8 mm, provisiones \$3,0 mm, amortizaciones \$17,7 mm y otros gastos operacionales y no operacionales \$6,8 mm. El conjunto de este grupo de gastos participa con el 22,5% en el total de egresos corporativos.

Por último, se estiman gastos netos de pensiones de jubilación por \$165,7 mm, resultado de la proyección de gastos en mesadas, auxilios y aportes a la seguridad social de pensionados (\$243,3 mm) y del ingreso por el rendimiento estimado del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional (\$77,6 mm). El aumento del gasto de pensionados que se espera para este año (91,0%) estará asociado con el menor rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional, dado que no se prevé que se repitan las valorizaciones observadas el año anterior.