

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

La reciente crisis de la economía mundial pasará a la historia como la más severa desde la Segunda Guerra Mundial. En este entorno tan difícil, el crecimiento del PIB en Colombia fue 0,4%, en 2009, mejor que el observado en las economías avanzadas (-3,2%) y que el promedio de América Latina (-2,3%). Haber alcanzado en Colombia una inflación tan baja es un hecho histórico. Éste es un activo que se debe conservar hacia el futuro.

INTRODUCCIÓN

La crisis de la economía mundial que se inició en el último trimestre de 2008 y alcanzó su peor momento en el primer semestre de 2009, pasará a la historia como la más severa desde la Segunda Guerra Mundial. En la primera mitad del año pasado la economía mundial se contrajo 4,3%, el volumen total de comercio se redujo 18,4%, la producción industrial decayó 20,4% y el desempleo en las economías desarrolladas aumentó cerca de 2,4 puntos porcentuales (pp) frente a los niveles previos a la crisis. No obstante, a pesar de la intensidad que hacia marzo de 2009 alcanzó a adquirir la crisis internacional luego de la quiebra de importantes entidades financieras, el derrumbe generalizado de la confianza y la fuerte caída del precio de los activos, no se concretó el peor escenario que muchos analistas llegaron a temer: una crisis económica de magnitud similar a la Gran Depresión de los años treinta, de la cual el mundo demoró cerca de diez años en recuperarse. En efecto, durante el segundo semestre de 2009 la producción y el comercio mundial revirtieron su tendencia, la confianza de los mercados financieros y reales retornó, se incrementó el precio de los activos y la demanda final se fortaleció. De esta forma, la caída del producto interno bruto (PIB) mundial en 2009 resultó menor a la prevista por el Fondo Monetario Internacional (FMI), por lo que sus proyecciones para 2010 son ahora más optimistas.

La razón fundamental del importante cambio en la tendencia de la economía mundial durante el segundo semestre de 2009 fue una política de estímulo

macroeconómico sin precedentes. La política monetaria en la mayoría de los países avanzados y en muchos emergentes fue ampliamente expansionista, con reducciones de tasas de interés a niveles históricamente bajos y un fuerte incremento de las hojas de balance de los bancos centrales de los principales países desarrollados. La política fiscal desempeñó también un papel definitivo en el soporte de la economía mundial, con programas de expansión del gasto, y en algunos casos rebajas de impuestos, todo lo cual amplió significativamente el déficit fiscal y la deuda pública de los países desarrollados y algunos emergentes. En particular, el oportuno apoyo que la política monetaria y la fiscal logró suministrar al sector financiero en los Estados Unidos y en algunos países europeos, fue un ingrediente crucial para detener el círculo vicioso negativo entre los sectores real y financiero, que amenazaba con crear la segunda Gran Depresión.

En un entorno mundial tan difícil, la economía colombiana obtuvo un crecimiento del PIB de 0,4% en 2009, un desempeño relativamente favorable si se compara con la caída observada en las economías avanzadas (-3,2%) o con la del promedio de América Latina (-2,3%). Desde luego, Colombia no fue inmune a la crisis, pues si se compara con su crecimiento promedio de 2007 y 2008, la desaceleración en 2009 fue de 4,6%. Los principales canales mediante los cuales la crisis internacional afectó el desempeño económico en Colombia fueron la contracción de la demanda externa por nuestros productos de exportación, junto con el deterioro interno de la confianza de consumidores y empresarios, lo cual detuvo el consumo de los hogares y produjo una fuerte caída de la inversión. Los efectos de la crisis internacional sobre la economía colombiana que empezaron a sentirse con fuerza en el último trimestre de 2008 —con una contracción del PIB de 1%—, continuaron afectando seriamente el desempeño económico durante el primer semestre de 2009, al registrarse una caída del PIB en términos anuales de 0,4%. Esta contracción, aunque importante, resultó ser de menor magnitud a la observada en el último trimestre de 2008, lo cual mostraba la fortaleza de la economía colombiana ante la crisis externa, que en aquellos meses atravesaba su peor momento. La desaceleración del crecimiento se reflejó en un incremento de la tasa de desempleo, que en el último trimestre de 2009 alcanzó 12,3% para las trece principales áreas metropolitanas, frente a 10,7% para el mismo período de 2008. Para el total nacional los registros de desempleo fueron 11,3% frente a 10,5% en los mismos períodos. Como se discute en el presente *Informe*, el mayor desempleo fue consecuencia de un aumento de la oferta laboral durante 2009, que no alcanzó a ser compensado por el incremento de la demanda de mano de obra.

En el segundo semestre de 2009 empezaron a ser evidentes algunas señales de reactivación vinculadas con: la recuperación de la economía mundial; los efectos de la política monetaria expansiva adelantada desde finales de 2008; el manejo contracíclico de la política fiscal, en particular la inversión en obras

civiles, y con la mejora del ingreso disponible de los hogares, producto de la caída de la inflación. No obstante lo anterior, la contracción de las ventas a Venezuela, asociada con el fuerte descenso de su demanda interna y con las restricciones comerciales impuestas por dicho país, jugó en contra de la reactivación y del desempeño de la economía local en la segunda mitad del año.

De manera similar al manejo de la crisis en el resto del mundo, en el caso colombiano la política macroeconómica suministró un fuerte estímulo, lo que sin duda constituyó un elemento fundamental para evitar un mayor deterioro de la economía colombiana. De un lado, la política monetaria actuó de manera oportuna y decidida, con una reducción de la tasa de interés de referencia de 650 puntos básicos (pb) —de 10% a 3,5%—, que empezó a efectuarse a partir de diciembre de 2008 (50 pb), y se concentró durante el primer semestre de 2009 (500 pb), cuando el PIB registró las mayores caídas anuales y la inflación disminuía más allá de lo esperado. Esto fue posible gracias a que las políticas del Banco de la República evitaron un desborde del endeudamiento privado y de las expectativas de inflación entre 2006 y 2008. De otro lado, la política fiscal actuó de forma contracíclica, al mantener inalterado el nivel de gasto del Gobierno, previamente establecido en el Plan Financiero para 2009, a pesar de la inminente caída de los recaudos tributarios. Con ello se evitó un recorte del gasto gubernamental en el momento en que la demanda privada se estaba contrayendo. Esta postura fiscal fue posible gracias a que el Gobierno partió de un nivel de endeudamiento moderado y a que mantuvo acceso a los mercados financieros externos e internos, lo cual le permitió financiar el mayor déficit.

Los resultados del esfuerzo de la política monetaria y la fiscal por amortiguar el efecto de la crisis internacional sobre la economía colombiana fueron evidentes a lo largo de 2009. Como se detalla en el documento, la reducción de la tasa de interés de referencia del Banco de la República se transmitió de manera casi completa a las tasas de interés de captación, e incluso más que proporcionalmente a la mayoría de las tasas de colocación. Esto llevó a que la cartera bruta del sistema financiero en moneda nacional alcanzara un crecimiento de 4,9% en 2009, a pesar de la fuerte contracción que sufrió la demanda de crédito como resultado de la desaceleración económica.

A su turno, el estímulo de la política fiscal sobre la actividad económica se dio principalmente por la expansión de las obras civiles (34%), la cual, entre otros rubros, comprende la construcción de carreteras, puertos, represas, tuberías, etc., que en su mayor parte son proyectos de carácter público. Esto llevó a que el sector de la construcción exhibiera un crecimiento de 12,8%, a pesar de la contracción que se observó en el rubro de edificaciones (vivienda, centros comerciales y bodegas). Desde el punto de vista de la demanda,

el crecimiento de las obras civiles compensó en parte la caída que se produjo en el resto de la formación bruta de capital (-12,4%), suavizando así la caída de la inversión (-1,6%). Adicionalmente, también se observó una expansión moderada del consumo del Gobierno (2,9%), y un crecimiento casi nulo del consumo de los hogares (0,1%), permitiendo con ello que el consumo total aumentara 0,7%. De esta forma, la expansión de la demanda pública, junto con el estímulo monetario descrito, ayudaron a sostener la demanda agregada de la economía, fuertemente debilitada por el contagio de la crisis internacional y por la reducción del comercio con Venezuela. De no haber sido por ello, no cabe duda de que la cifra de crecimiento del PIB habría sido negativa, y el desempleo mayor que el observado.

En el contexto de reversión de los choques de precios de alimentos y combustibles y de reducción de las expectativas de inflación que se vivió en 2009, la política de estímulo macroeconómico en ningún momento generó presiones inflacionarias. Fue así como al concluir el año la inflación al consumidor se situó en 2%, un nivel mucho menor que el registrado en diciembre de 2008 (7,7%) y el más bajo desde noviembre de 1955. Con este resultado la inflación quebró la tendencia alcista de 2007 y 2008 y se situó en el piso del rango meta de largo plazo (entre 2% y 4%). La caída de la inflación estuvo asociada con la recesión internacional que condujo a una importante reducción en los precios internacionales de los combustibles y regulados, materias primas y alimentos. En Colombia el efecto más fuerte se dio en los precios de los alimentos, que luego de haber alcanzado una inflación de 13,2% en 2008 registró una de -0,3% en 2009. Pero, además de alimentos, el debilitamiento de la demanda interna condujo a la disminución de las presiones inflacionarias en muchos otros rubros de la canasta familiar, con lo cual la inflación básica, también descendió en el último año. Así, el promedio de los cuatro indicadores estimados regularmente por el Banco de la República cerró 2009 en 3,1%, frente a 5,6% de finales de 2008. Dentro de ellos se debe mencionar la caída registrada por el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos desde 5,1% en 2008 a 2,9% a finales de 2009.

Haber alcanzado una inflación tan baja como la de 2009 es un hecho histórico. Cuando la Constitución de 1991 le dio el mandato a la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) de preservar el poder adquisitivo de la moneda, la inflación anual se situaba en 30,5%. Pasaron cerca de dos décadas para que el país alcanzara la estabilidad de precios y la inflación llegara a su meta de largo plazo establecida en un rango entre 2% y 4%. Este es un activo que se debe conservar hacia el futuro, por esto, el presente *Informe* dedica un recuadro a reiterar la importancia de mantener una inflación baja y estable. Consciente de esto, la JDBR determinó a partir de 2010 adoptar la meta de largo plazo, con lo cual se anclarán las expectativas de inflación, y el país entrará en una etapa de estabilidad de precios.

La perspectiva de la economía mundial para el año 2010 es la de continuar el proceso de recuperación iniciado en el segundo semestre de 2009. No obstante, se prevé que ésta será muy desigual entre países y regiones del mundo, dependiendo de las condiciones iniciales antes del choque, de las respuestas de política económica, y de las características particulares de cada economía. Para las economías avanzadas el FMI prevé que luego de la contracción de 3,2% durante 2009, en el año 2010 se lograría una expansión de 2%, recuperación que aún es muy débil, pues continuará estando afectada por las elevadas tasas de desempleo y deuda pública, el todavía débil sistema financiero, y en algunos casos el aún elevado nivel de endeudamiento de los hogares. Para las economías emergentes se prevé un mejor panorama, con una tasa de crecimiento que en 2010 podría alcanzar el 6%, gracias a la fortaleza de sus fundamentales económicos y a la rápida respuesta de política económica ante la crisis. Dentro de este grupo, las economías en desarrollo de Asia liderarán la recuperación, con un crecimiento esperado en 2010 de 8,4%. En el caso de América Latina se estima un crecimiento promedio en 2010 de 3,7%. Los países para los que se estima un mejor desempeño son Brasil, con un crecimiento de 5,6%, Chile (4,8%) y Perú (4,8%).

Para la economía colombiana el equipo técnico del Banco de la República estima que el crecimiento en 2010 se ubicará en un intervalo entre 2% y 4%. El impulso de las economías emergentes y algunas desarrolladas favorecerá el crecimiento colombiano, al estimular la demanda de nuestras exportaciones. Así mismo, el incremento esperado en el precio de los *commodities*, a medida que se fortalece la demanda global, favorecerá las exportaciones colombianas. No obstante, las perspectivas favorables del comercio internacional para Colombia se verán opacadas por la caída del comercio con Venezuela, debido a las restricciones comerciales impuestas por ese país, a la devaluación del bolívar, y al lento crecimiento que se estima para esa economía. Otro factor que podrá contribuir al crecimiento del producto en Colombia será la recuperación del consumo de los hogares, estimulada por las bajas tasas de interés y por el efecto positivo sobre el ingreso disponible que ha significado la fuerte caída de la tasa de inflación. No obstante, la elevada tasa de desempleo continuará obstaculizando el incremento del consumo de los hogares. Por su parte, aunque se espera que la demanda pública continúe apoyando el crecimiento, es previsible que su contribución sea de menor magnitud que la observada en 2009, dada la austeridad en el gasto del Gobierno para prevenir un incremento insostenible de la deuda pública. Finalmente, otros factores que ejercerán una influencia positiva serán la inversión extranjera directa (IED) dirigida al sector minero, así como inversiones diferentes a obras civiles, que se verán estimuladas por las bajas tasas de interés y la recuperación de la confianza empresarial.

Este *Informe* contiene cuatro capítulos. El primero describe la situación económica mundial y sus perspectivas para 2010. El segundo discute la situación

de la economía colombiana, destacando los resultados en 2009 y las perspectivas para el presente año. El tercer capítulo analiza las reservas internacionales, en cuanto a la composición de las mismas y el desempeño reciente de las inversiones. El capítulo cuarto presenta la situación financiera del Banco de la República. Además, el *Informe* incluye diversos recuadros que profundizan en temas específicos considerados de importancia.

I. CRISIS MUNDIAL Y RECUPERACIÓN: LOGROS Y RIESGOS

Aunque el PIB mundial se contrajo por tres trimestres consecutivos, éste comenzó a recuperarse levemente durante el segundo semestre de 2009, gracias a la acción oportuna de estímulos fiscales y monetarios.

Existe una amplia incertidumbre sobre la posibilidad de que las economías desarrolladas retornen pronto a un crecimiento sostenido ante la ausencia de ayudas fiscales.

Las perspectivas de mediano y largo plazos para los países en vía de desarrollo son más favorables que para las economías avanzadas, pues sus sistemas financieros estuvieron menos expuestos a la crisis internacional, la mayoría no tuvieron crisis hipotecarias y los hogares parecen estar menos endeudados.

A. Desempeño de las economías desarrolladas frente a lo esperado en 2009

Hacia el último trimestre de 2008 y principios de 2009, después de la quiebra de Lehman Brothers y la incertidumbre por los alcances de la ejecución de diversos programas fiscales en países desarrollados, el mercado esperaba una de las crisis económicas más grandes de los últimos tiempos, probablemente tan profunda como la Gran Depresión de la década de los años treinta. El mal desempeño de la actividad económica en países desarrollados y en varios países en desarrollo no tenía precedentes desde la Segunda Guerra Mundial. En particular, para los Estados Unidos la recesión de los dos últimos años ha sido la más duradera y profunda desde la posguerra.

En el Cuadro 1 se compara la crisis hipotecaria *subprime* (entre diciembre de 2007 y agosto de 2009)¹ con las diferentes recesiones presentadas en los Estados Unidos desde 1948. Como se observa, en la reciente crisis la producción industrial cayó cerca del 20%, mientras que el peor comportamiento de dicho indicador se había presentado en 1974, con un deterioro del 15%. Así mismo, el empleo no agrícola se redujo en 6% durante la crisis

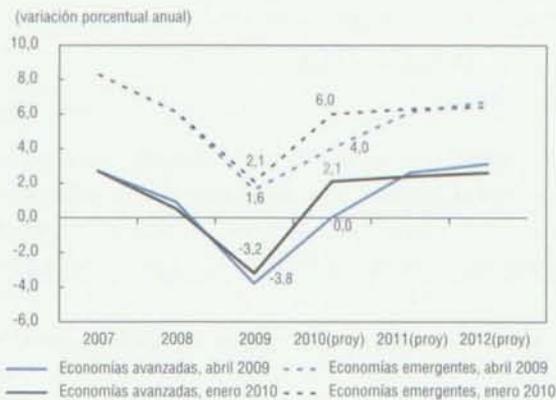
¹ Fecha posible en la cual el *National Bureau of Economic Research* (NBER) podría declarar el fin de la recesión económica en los Estados Unidos.

Cuadro 1
Actividad económica en los Estados Unidos
durante diferentes ciclos desde la Segunda Guerra Mundial

Pico	Valle	Cambio porcentual desde el pico al valle		
		PIB	Producción industrial	Empleo no agrícola
Diciembre 2007	Agosto 2009	(3,9)	(19,2)	(6,2)
Marzo 2001	Noviembre 2001	(0,4)	(6,3)	(2,0)
Julio 1990	Marzo 1991	(1,3)	(4,3)	(1,5)
Julio 1981	Noviembre 1982	(2,9)	(9,5)	(3,1)
Enero 1980	Julio 1980	(2,2)	(6,2)	(1,3)
Noviembre 1973	Marzo 1975	(3,1)	(14,8)	(2,7)
Diciembre 1969	Noviembre 1970	(1,0)	(5,8)	(1,4)
Abril 1960	Febrero 1961	(1,3)	(6,2)	(2,3)
Agosto 1957	Abril 1958	(3,8)	(12,7)	(4,4)
Julio 1953	Mayo 1954	(2,7)	(9,0)	(3,3)
Noviembre 1948	Octubre 1949	(1,7)	(8,6)	(5,1)
Promedio		(2,0)	(8,3)	(2,7)

Fuentes: NBER, BEA, FBR, BLS y Moody's Economy.com

Gráfico 1
Cambio en las proyecciones
de crecimiento del PIB



(proy) proyectado.
Fuente: FMI.

*subprime*², cifra similar a la presentada en 1948, con una caída del 5%. Finalmente, la contracción del PIB (-3,9%³) durante esta crisis fue similar a la del período de mayor caída (-3,8% en 1958).

Aunque el PIB mundial se contrajo por tres trimestres consecutivos, éste comenzó a recuperarse levemente durante el segundo semestre de 2009, gracias a la acción oportuna de estímulos fiscales y monetarios, principalmente en países desarrollados, así como al buen desempeño de varias economías emer-

gentes. De esta forma, el deterioro de la economía mundial en 2009 fue menor al esperado por los analistas (incluido el FMI), quienes comenzaron a descartar un escenario como el presentado durante la Gran Depresión de los años treinta (Gráfico 1). Así mismo, las proyecciones actuales para 2010

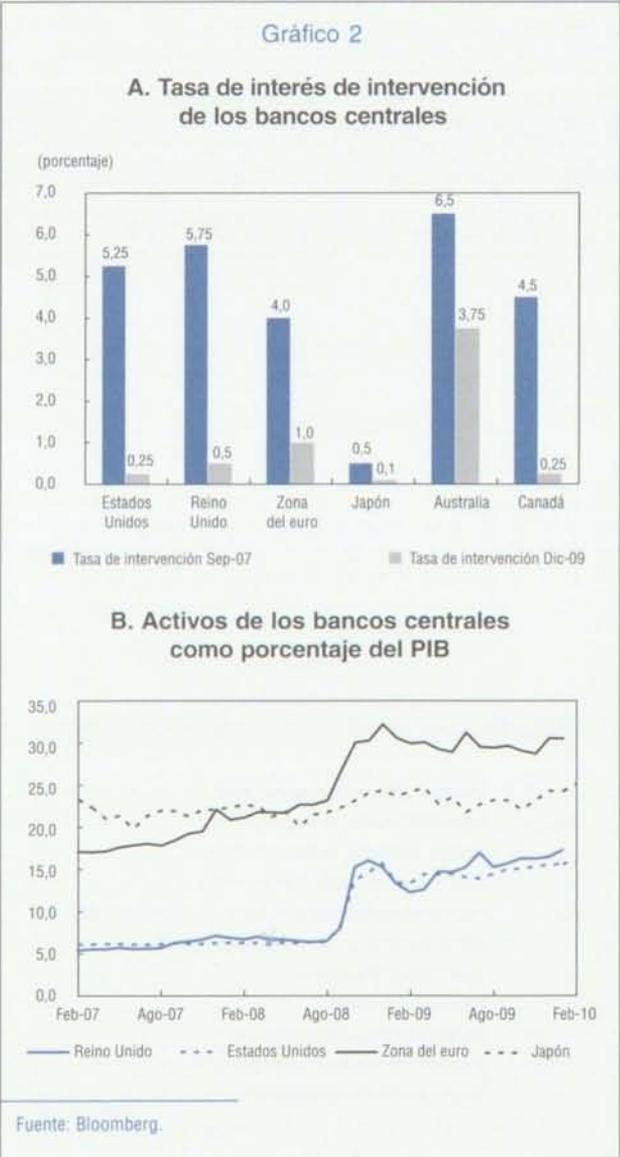
² El desempleo aumentó por veinte meses casi consecutivos.

³ Esta contracción del PIB hace referencia al II trimestre de 2009 frente al IV trimestre de 2007.

son más optimistas, dado que la nueva información sobre la evolución de la actividad económica global sugiere una recuperación para este año. No obstante, para 2011 y en adelante las proyecciones para países desarrollados (al igual que las presentadas en abril de 2009) siguen exhibiendo un crecimiento lento y por debajo del potencial (Gráfico 1). La evidencia empírica muestra que recesiones que coinciden con crisis hipotecarias o financieras, tanto en países desarrollados como en emergentes, son seguidas por recuperaciones muy lentas del producto⁴.

La fuerte caída de la demanda agregada, la ampliación de la brecha negativa del producto y el descenso en los precios de las materias primas frente a los observados a mediados de 2008, generaron una caída pronunciada de la inflación total en los países desarrollados en 2009. Esta situación le dio espacio a las autoridades monetarias para utilizar herramientas convencionales y no convencionales con el propósito de estimular la economía y brindar la liquidez necesaria para restablecer el funcionamiento de los mercados financieros.

De esta forma, los bancos centrales, además de bajar fuertemente sus tasas de referencia, ampliaron sus balances y suministraron liquidez en moneda local y extranjera a las entidades de crédito (Gráfico 2). También relajaron los requisitos de garantías exigidos, aumentaron los plazos estipulados para las operaciones de fondeo y realizaron compras de títulos



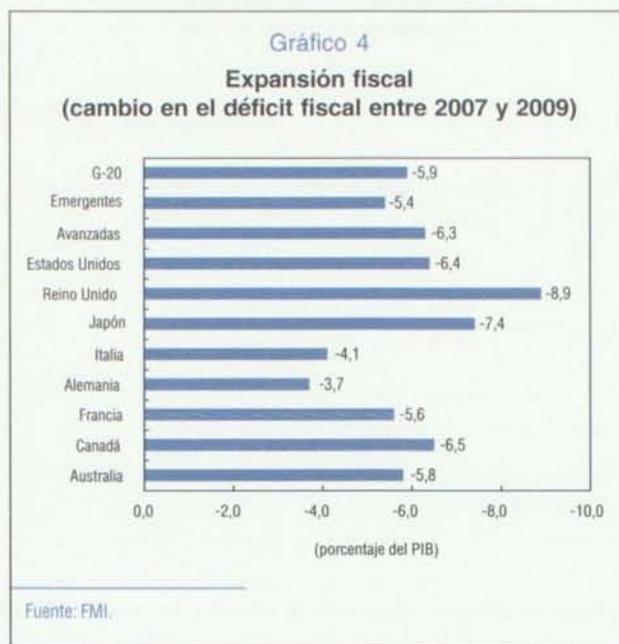
⁴ Rogoff y Reinhart. «The Aftermath of Financial Crises», documento de trabajo núm. 14656, NBER 2009.

emitidos tanto por gobiernos como por agencias y corporaciones. Finalmente, mantuvieron el funcionamiento de mercados esenciales para la economía, como el monetario a corto plazo (*money market*) y el de papeles comerciales.

Aunque en las economías desarrolladas el crédito sigue deprimido, las acciones de los bancos centrales ayudaron a mitigar los riesgos de liquidez y a recobrar la confianza en el sistema financiero. De esta forma, las tasas de interés interbancarias disminuyeron luego de haber alcanzado niveles elevados. En el caso de las tasas nominales, éstas volvieron a cifras cercanas a las registradas antes de la crisis, mientras que las reales llegaron a terreno negativo (Gráfico 3). Posteriormente, en tanto que las condiciones de liquidez lo han permitido, algunos agentes del mercado han dejado de utilizar varios de los mecanismos de soporte de los bancos centrales.



Posteriormente, en tanto que las condiciones de liquidez lo han permitido, algunos agentes del mercado han dejado de utilizar varios de los mecanismos de soporte de los bancos centrales.



La política fiscal tanto en economías desarrolladas como en las emergentes ha proporcionado fuertes estímulos en respuesta a la caída pronunciada del producto. El FMI estima que entre 2009 y 2010 el déficit fiscal mundial promedio se incrementará en seis puntos porcentuales del PIB, frente a los niveles de 2007. El Gráfico 4 muestra la expansión fiscal en 2009 frente a los niveles precrisis de 2007.

La expansión fiscal ha sido más pronunciada en aquellos

países desarrollados donde se originó la crisis. Los estabilizadores automáticos, tales como los menores impuestos al ingreso y los mayores subsidios al desempleo, fueron los primeros en actuar durante 2009⁵. Políticas de estímulo fiscal con mayor efecto multiplicador —como programas de infraestructura— sólo se desarrollaron durante el segundo semestre de 2009 y lo seguirían haciendo durante 2010 según los cálculos del Congressional Budget Office (CBO) en los Estados Unidos.

En el caso de dicho país, durante 2009 el principal paquete de estímulo fiscal contempló US\$787 miles de millones (mm), equivalente a 5,5% del PIB⁶ (Cuadro 2). Dicho estímulo estuvo conformado por reducciones tributarias, ayuda a los diferentes Estados y programas para desempleados, salud, educación, servicios públicos y la «agenda verde»⁷. Según las cifras del Tesoro de los Estados Unidos, a marzo de 2010 se habría ejecutado un 37% de los recursos del estímulo fiscal de 2009 (Gráfico 5).

Durante 2009 en la zona del euro el paquete principal fue cercano a los €200 mm, equivalente a 1,5% del PIB. Según diversos analistas, las discusio-

Cuadro 2
Programas de estímulo fiscal y de estabilidad financiera
en los Estados Unidos

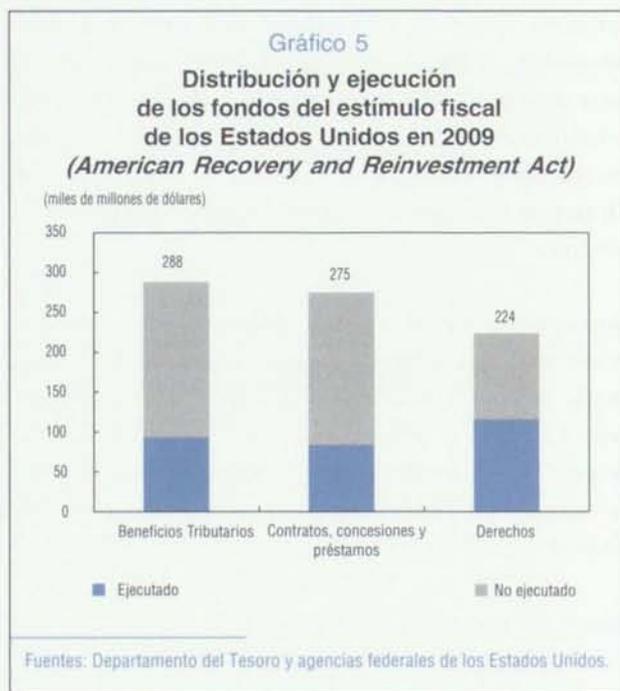
Programas de estímulo fiscal	Año	Presidente	Monto (millones de dólares)	Porcentaje del PIB
Economic Stimulus Act	2008	W. Bush	165.000	1,1
American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) ^{a/}	2009	Obama	787.000	5,5
Programas para la estabilidad del sistema financiero	Año	Presidente	Monto (millones de dólares)	Porcentaje del PIB
The Troubled Asset Relief Program (TARP) ^{b/}	2008	W. Bush	700.000	4,8

a/ El programa ARRA se ha ejecutado en cerca de un 40% a febrero de 2010.
b/ Analistas estiman que el costo final para los ciudadanos del TARP puede ser cercano a los US\$ 150.000 millones. Actualmente se debate en el Congreso si las recuperaciones del TARP se pueden utilizar como un nuevo estímulo fiscal en 2010.
 Fuentes: Congressional Budget Office (CBO) y www.recovery.gov.

⁵ Las medidas de inyección fiscal han incluido recortes tributarios para hogares y empresas, así como programas de gasto en trabajadores, servicios públicos e infraestructura.

⁶ En 2008 el PIB estadounidense fue de US\$14.441.400 millones (m) y en 2009 fue de US\$14.258.200 m.

⁷ Dos de los programas más destacados durante 2009 fueron el destinado a promover las ventas de automóviles (*Cash for clunkers*) y el dirigido a incentivar el mercado hipotecario (*First time home buyer tax credit*). Ambas medidas tuvieron un impacto positivo, principalmente en el PIB del tercer y cuarto trimestres de 2009.



nes internas sobre el tamaño del impulso fiscal y la posibilidad de que algunos de los países de la zona del euro tomaran ventaja de los esfuerzos fiscales de otros miembros condujeron a que el estímulo resultara insuficiente para enfrentar la fuerte contracción del producto en estas economías. En Alemania los recursos fiscales se han focalizado en incentivar proyectos de inversión privada vía reducciones tributarias, así como garantías crediticias a negocios. Por otro lado, el paquete fiscal en el Reino Unido, cercano al 1,5% del PIB, ha estado enfocado en

reducciones tributarias. Finalmente, en el caso japonés el paquete fiscal de 2009 alcanzó 3% del PIB.

Adicionalmente, los gobiernos de países desarrollados también intervinieron fuertemente en el sector financiero para evitar un colapso sistémico y así restablecer la confianza en los mercados. Las medidas incorporaron garantías a los depósitos bancarios, capitalizaciones a las instituciones financieras y programas para remover activos tóxicos de los balances de las entidades financieras. Estas medidas se describieron ampliamente en los *Informes al Congreso* del año pasado.

B. Evolución y perspectivas de las economías desarrolladas

En el segundo semestre de 2009 la actividad económica de los países desarrollados comenzó a expandirse. La recuperación ha sido más notoria en el caso de los Estados Unidos, y fue más lenta en Europa y Japón. En particular, en la primera economía se presentó un crecimiento (trimestre anualizado) del producto de 2,2% y 5,6% para el tercer y cuarto trimestres de 2009, respectivamente (Gráfico 6). Este comportamiento estuvo liderado principalmente por los estímulos fiscales y la dinámica de los inventarios. Así mismo, en los últimos meses diferentes indicadores económicos han presentado mejorías, en especial aquellos relacionados con el comercio exterior, el mercado inmobiliario y con el estado de las empresas (como la solicitud de órdenes nuevas).

Sin embargo, hay dudas sobre la fortaleza y velocidad de dicha recuperación para las economías desarrolladas. La producción industrial, que había mejorado desde el segundo semestre del año pasado, ha perdido dinamismo en los últimos meses. Más aún, en octubre este indicador presentó nuevamente caídas en el caso de la zona del euro. Así mismo, las ventas al por menor en la mayoría de países industrializados continuaron estancadas, con la excepción de los Estados Unidos (en donde se han observado algunos repuntes).

En cuanto al canal del crédito, éste no se ha restablecido aún y en algunos países desarrollados los préstamos han continuado contrayéndose (gráficos 7 y 8). Esto se ha presentado tanto para los créditos destinados al consumo como para los dirigidos a financiar las actividades comerciales y la inversión. Diversas encuestas muestran que aunque los requerimientos de los bancos comerciales para otorgar crédito han disminuido, sus niveles aún son elevados. Así mismo, a pesar de las mejoras observadas en la percepción de riesgo y en la disposición a prestar, éstos todavía no llegan a los niveles precrisis (Gráfico 9).

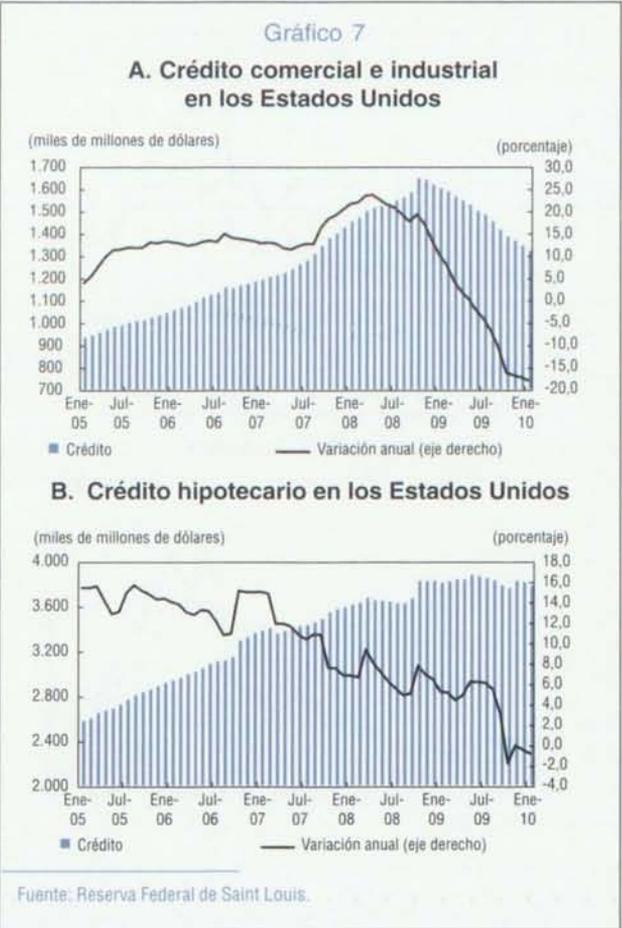


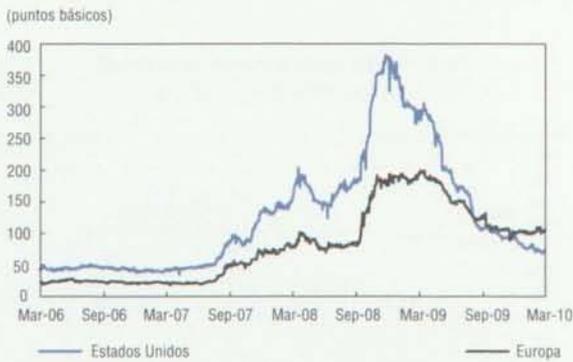
Gráfico 8
Crédito privado en Europa



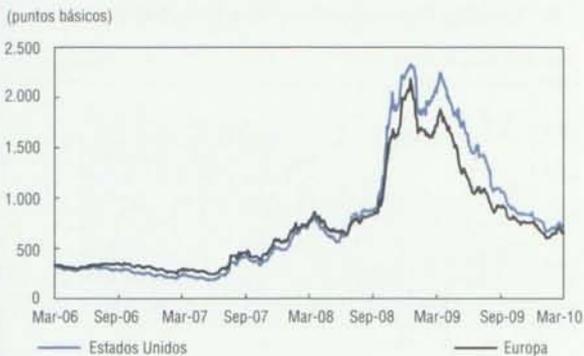
Fuente: Banco Central Europeo.

Gráfico 9

A. Diferencial entre bonos AA y tesoros a 2 años



B. Diferencial entre bonos de alto rendimiento y tesoros



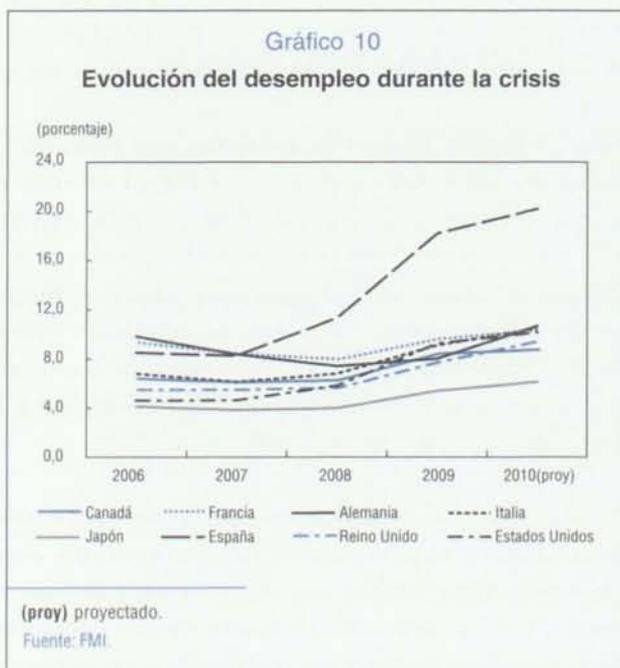
Fuentes: Bloomberg y Merrill Lynch.

El bajo dinamismo del crédito, el alto nivel de endeudamiento de las firmas y los hogares, junto con el deterioro del mercado laboral, podrían complicar la reactivación. Al terminar 2009, aunque las tasas de desempleo no presentaron nuevos incrementos, e incluso disminuyeron un poco en algunos países, la situación no parece mejorar, ya que la destrucción de empleo ha continuado en la mayoría de ellos (Gráfico 10). En particular, aunque en los Estados Unidos la tasa de desempleo pasó de 10% en diciembre de 2009 a 9,7% en enero de 2010, la destrucción de empleo en esos dos meses fue aproximadamente de 170.000 puestos de trabajo.

Por todo lo anterior, existe una amplia incertidumbre sobre la posibilidad de que las economías desarrolladas retornen pronto a un crecimiento sostenido ante la ausencia de ayudas fiscales. En promedio, los analistas esperan que los Estados Unidos, la zona del euro, el Reino Unido y Japón tengan un crecimiento positivo, aunque lento, en 2010, y posiblemente por debajo del potencial en los siguientes años. En el caso de los Estados Unidos el FMI proyecta para 2010 un crecimiento anual alrededor de 2,7%, explicado en su mayor parte por un

aumento en las existencias y en el gasto del Gobierno, ya que la inversión y el consumo privados seguirían registrando bajos crecimientos; por lo que para 2011 esta economía podría perder dinamismo (véase sombreado p. 20). Así, la proyección del FMI de 2,4% de crecimiento anual del PIB para ese país se encuentra por debajo de su crecimiento potencial (Cuadro 3).

La zona del euro, después de cinco trimestres de crecimientos negativos del producto, se recuperó en el segundo semestre de 2009 y salió de la recesión técnica⁸. Sin embargo, la débil dinámica de la actividad económica de Alemania (la economía más grande de la región), durante el cuarto trimestre del año, confirma el pronóstico de una recuperación lenta de esta zona. De hecho, para 2010 el FMI espera que la zona del euro



Cuadro 3
Proyecciones de crecimiento económico anual en países desarrollados
(porcentaje)

	2009	2010	2011
FMI			
Estados Unidos	(2,5)	2,7	2,4
Zona del euro	(3,9)	1,0	1,6
Reino Unido	(4,8)	1,3	2,7
Japón	(5,3)	1,7	2,2
Focus Economics			
Estados Unidos	(2,4)	2,8	3,0
Zona del euro	(3,9)	1,4	1,7
Reino Unido	(4,8)	1,2	2,0
Japón	(5,3)	1,5	1,5

Fuentes: FMI y Focus Economics.

⁸ Se considera una recesión técnica cuando el PIB presenta dos períodos con crecimientos trimestrales negativos consecutivos.

tenga un crecimiento de 1,0% (Cuadro 3), liderado por las exportaciones, la liquidación de inventarios y la implementación de estímulos fiscales previamente acordados. La demanda por parte de los países emergentes y la ligera recuperación en el consumo estadounidense permiten pensar en un panorama favorable para las exportaciones europeas. Por su parte, la inevitable contracción en la demanda interna de países como España, Portugal, Irlanda y Grecia, impactará el resto del continente debido al gran peso que tiene el mercado interno de la Unión Europea en el comercio exterior total.

Para el Reino Unido la información reciente muestra que su economía no logra recuperarse aún, pues para el cuarto trimestre de 2009 reportó un leve incremento anual del PIB (0,3%), mientras que el mercado esperaba una reactivación más dinámica. Al igual que en el resto de Europa, su crecimiento en 2010 estará determinado por mejoras en las exportaciones y en los inventarios. Por su parte, la demanda interna seguirá débil como resultado del endeudamiento de los hogares, las restricciones al crédito, los mayores impuestos, los altos niveles de desempleo y la erosión del poder adquisitivo dada su reciente mayor inflación.

En cuanto a la inflación en las economías avanzadas, se espera que permanezca baja y estable en 2010. De acuerdo con el FMI la inflación pasará de 0% en 2009 a 1,3% este año. La ampliación de la brecha negativa del producto, los históricamente bajos niveles de utilización de la capacidad instalada y los altos índices de desempleo en estos países contendrán las presiones inflacionarias que se podrían registrar debido a aumentos en los precios de la energía y de los *commodities*. Más aún, se espera que las expectativas de inflación permanezcan ancladas, puesto que el mercado no prevé alzas en las tasas de interés, por lo menos durante el primer semestre de 2010.

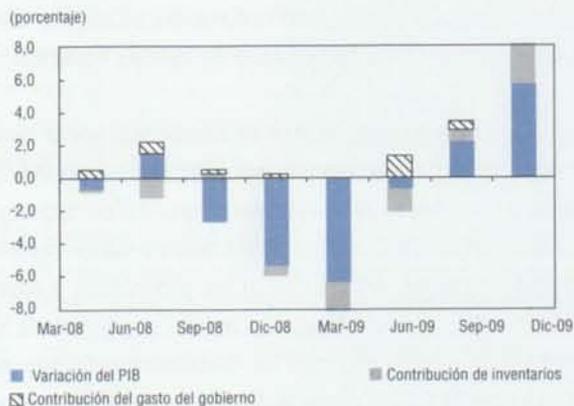
¿QUÉ ASPECTOS JALONARÍAN EL PIB DE LOS ESTADOS UNIDOS DURANTE 2010?

El mayor impacto de la política fiscal en el crecimiento del producto en los Estados Unidos se sintió durante el tercer trimestre de 2009 y un poco menos a finales de año. Aunque durante 2010 continuaría la ejecución de los programas actuales y se podrían presentar nuevas inyecciones fiscales, su impacto en el crecimiento de la actividad económica sería menor que el del año anterior. Adicionalmente, el gasto de los gobiernos locales podría verse reducido durante 2010, dado el mal estado en los balances fiscales de varios Estados importantes.

Otro componente que contribuyó positivamente al comportamiento de la actividad económica de este país en el último trimestre de 2009 fue la menor caída en la variación de inventarios de las firmas (Gráfico A). Después de haber aumentado considerablemente hasta agosto de 2008, los inventarios cayeron fuertemente a niveles consistentes con unas ventas más bajas. A finales de 2009 el *stock* de inventarios en relación con las ventas había retornado a los niveles previos a la crisis (Gráfico B). Esto hace pensar que hacia 2010 se pueda dar una acumulación de inventarios que contribuya positivamente al producto. Sin embargo, su efecto sería moderado en tanto la demanda continúa siendo débil.

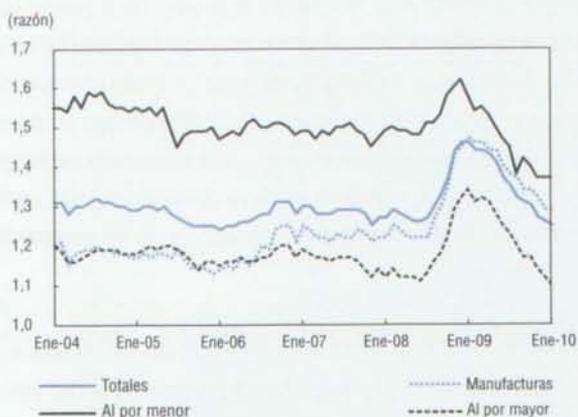
La recuperación del sector privado durante 2010 dependerá de la forma como reaccionen las firmas a los incrementos en ventas de los últimos meses. En la medida en que el impacto fiscal sobre el producto comience a desvanecerse, las empresas deberían cubrir este vacío, vía mayor contratación laboral e inversión. Sin embargo, dicho comportamiento no se ha visto hasta el momento.

Gráfico A
Crecimiento del PIB en los Estados Unidos y contribución de los inventarios y del gasto del gobierno



Fuente: Census Bureau.

Gráfico B
Evolución de los inventarios sobre las ventas



Fuente: Census Bureau.

En este sentido, aunque las grandes pérdidas de empleo¹ se han moderado, el reporte a enero de 2010 mostró que esta situación se debe a un menor número de despidos, mas no a una activación de la contratación laboral. Usualmente hay un rezago entre los aumentos de la producción y la generación de empleo. En el intervalo de tiempo mientras se activa el empleo, las firmas suelen aumentar las horas trabajadas y los contratos temporales, pero esto tampoco ha sucedido de manera sostenida en los últimos meses.

Dado este panorama laboral, que es compartido por la mayoría de economías desarrolladas, los bancos podrían mantener restringidas las posibilidades de crédito, especialmente a hogares con baja calificación crediticia. Varios factores frenarían la reactivación del crédito en países desarrollados: i) los bancos siguen prefiriendo la liquidez de sus activos dentro de las hojas de balance; ii) las provisiones y castigos de cartera se mantienen elevados (esta situación se intensifica dado el deterioro de la finca raíz comercial), y iii) los mercados de titularizaciones se mantienen cerrados por falta de confianza de los inversionistas. A su vez, por el lado de la demanda el desapalancamiento de los hogares es un detrimento adicional a la dinámica del crédito durante 2010.

El anterior contexto para el mercado laboral y el crédito, junto con el posible incremento en la tasa de ahorro de los hogares por motivo precaución, podría ensombrecer la recuperación del consumo en economías industrializadas durante 2010². Así las cosas, serían la inversión y las exportaciones netas las que contribuirían de manera sostenida al crecimiento económico estadounidense este año. En el primer caso, la inversión no residencial sería la encargada de jalonar este rubro, mientras que la residencial se mantendría deprimida. En cuanto a las exportaciones netas, su contribución podría ser positiva, pero existe bastante incertidumbre al respecto. Es probable que un dólar más débil frente a las monedas de algunos países desarrollados y la mayoría de emergentes incentive las exportaciones de este país. No obstante, se debe considerar que la participación del sector externo en el PIB de los Estados Unidos es pequeña y no es comparable al de otras economías con orientación exportadora.

Finalmente, el crecimiento durante 2010 en los Estados Unidos seguirá dependiendo principalmente de la acumulación de inventarios y del estímulo fiscal. Para 2011 dichos efectos sobre el PIB serían reducidos y el crecimiento de la economía podría perder dinamismo. Un incremento fiscal adicional durante el año en curso podría cambiar este panorama, aunque complicaría las finanzas públicas para los años venideros.

¹ Desde el inicio de la recesión, en diciembre de 2007, se han perdido 8,4 millones de empleos.

² Aunque en los últimos trimestres se han generado algunas ganancias en la riqueza de los hogares por la valorización accionaria, una posible recaída de los precios de la vivienda en varios países podría aminorar dichas ganancias en riqueza. Esta contracción en los precios de la vivienda estaría explicada principalmente por la ausencia de programas fiscales que reactiven dicho mercado junto con el aumento de la oferta dado que los embargos hipotecarios han continuado en los últimos meses.

C. Evolución y perspectivas de los países emergentes

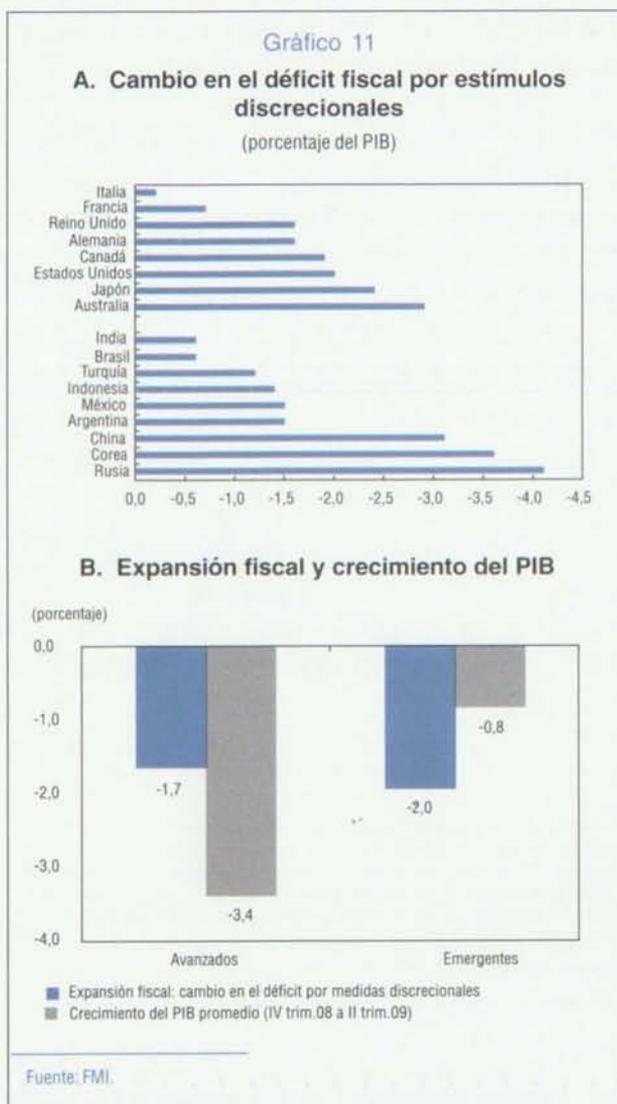
A lo largo de la crisis el comportamiento de la actividad económica en los países emergentes ha sido heterogéneo. Por un lado, se encuentran los países de Europa Oriental que todavía sufren fuertemente las consecuencias de la crisis y, por otro, están los países asiáticos que han mostrado señales de recuperación. En general, excepto por Europa Oriental⁹, las perspectivas de mediano y largo plazos para los países en vía de desarrollo son más favorables que para las economías avanzadas, pues sus sistemas financieros estuvieron menos expuestos a la crisis internacional, la mayoría no tuvieron crisis hipotecarias y los hogares parecen estar menos endeudados.

La recuperación económica ha sido liderada principalmente por los países de Asia, sobre todo India y China. El desempeño de este último país fue sobresaliente, reportando un crecimiento anual de 8,7% en 2009, muy por encima del anticipado a comienzos de año (6,6%)¹⁰. India, por su parte, presentó un crecimiento anual del PIB de 7,9% en el tercer trimestre de 2009, frente al 5,8% registrado en el primero.

La contracción en los países emergentes no fue mayor gracias al fuerte apoyo fiscal que brindaron los gobiernos. De acuerdo con el Gráfico 11, a pesar de que en los países emergentes la contracción del

⁹ Los desbalances macroeconómicos de esta región fueron documentados en los *Informes al Congreso* del año pasado.

¹⁰ A finales de diciembre del año pasado los temores en China sobre burbujas en activos (acciones y precios de propiedades) condujeron a las autoridades de este país a endurecer la política monetaria (el Banco Central de China emitió bonos y aumentó el nivel de reservas exigido a los bancos comerciales, dejando la tasa de intervención inalterada). Las medidas buscaron reducir la liquidez generada por los estímulos monetarios con el fin de contener el excesivo crecimiento del crédito.



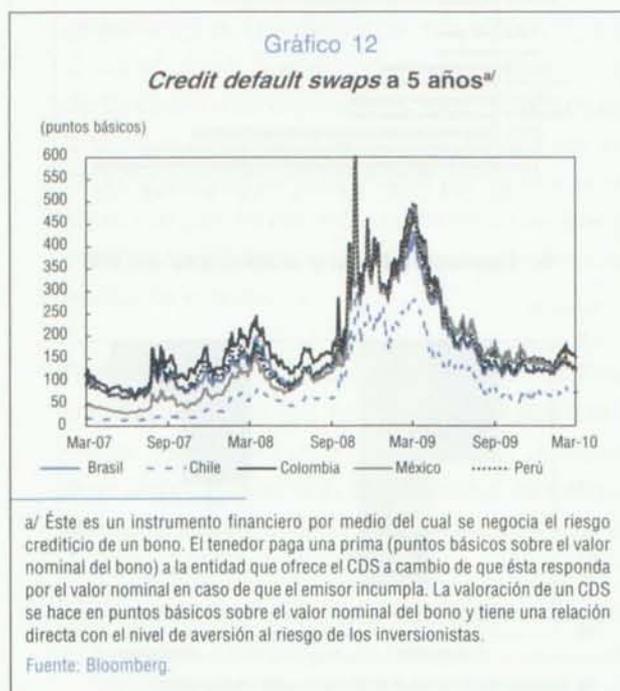
PIB al iniciar la crisis fue menor a la de los industrializados¹¹, los paquetes fiscales de los primeros fueron significativos, evitando así caídas mayores y estimulando una recuperación más dinámica. De esta manera, los países con un espacio fiscal amplio al iniciar la crisis fueron los que tuvieron estímulos mayores, mostrando que la disciplina fiscal ofrece la posibilidad de actuar en momentos difíciles sin poner en riesgo las finanzas públicas.

Los países de América Latina que han mantenido el compromiso de reducir la inflación, con responsabilidad fiscal y un sistema financiero saludable, y con mejor supervisión, pudieron ejecutar políticas contracíclicas y enfrentaron la crisis con mayor facilidad que en el pasado. De esta forma, los bancos centrales redujeron fuertemente sus tasas de interés para reactivar la demanda interna, sin que ello implicara salidas abruptas de capital, grandes depreciaciones de sus monedas o aumentos en las expectativas de inflación, como solía suceder en años anteriores. Así mismo, los gobiernos aumentaron su gasto para suavizar el choque externo sin que ello implicara detrimentos en la calidad de su deuda.

En cuanto a los mercados financieros de los países emergentes, la percepción de riesgo ha ido mejorando de manera similar a lo presenciado en los países desarrollados. En Latinoamérica, aunque la mayoría de gobiernos ejecutaron políticas fiscales contracíclicas, el deterioro en su balance fue menor, por lo que

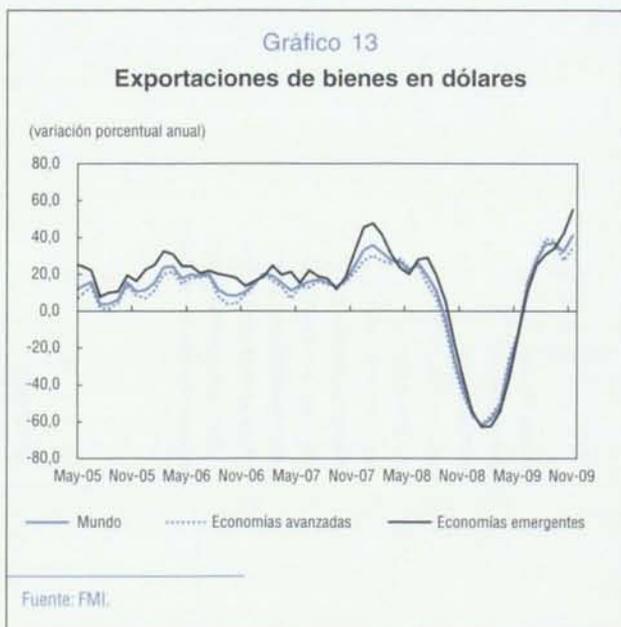
las primas de riesgo han permanecido estables y se ubican en niveles similares a los registrados antes de la quiebra de Lehman Brothers (Gráfico 12). La menor percepción de riesgo e incertidumbre en los países asiáticos y latinoamericanos están relacionadas también con la baja exposición de sus sistemas bancarios a activos tóxicos y con el menor nivel de endeudamiento de consumidores, empresas y gobiernos.

Por su parte, la mejora en los términos de intercambio en los últimos meses de 2009, asociada con el repunte en



¹¹ Entre el cuarto trimestre de 2008 y el segundo de 2009 el PIB en las economías emergentes se contrajo en promedio 0,8%, mientras que en las industrializadas se redujo 3,4%.

el precio de algunos productos básicos, ha favorecido la dinámica de las exportaciones en los países emergentes, sobre todo en América Latina (Gráfico 13). Mientras que las exportaciones y la producción industrial han repuntado en países como Brasil y Chile, en México todavía no se observa un signo claro de estabilización. Al tercer trimestre de 2009 varios países de Latinoamérica habían alcanzado los niveles de PIB de 2008, hecho que no ocurre todavía en los países desarrollados.



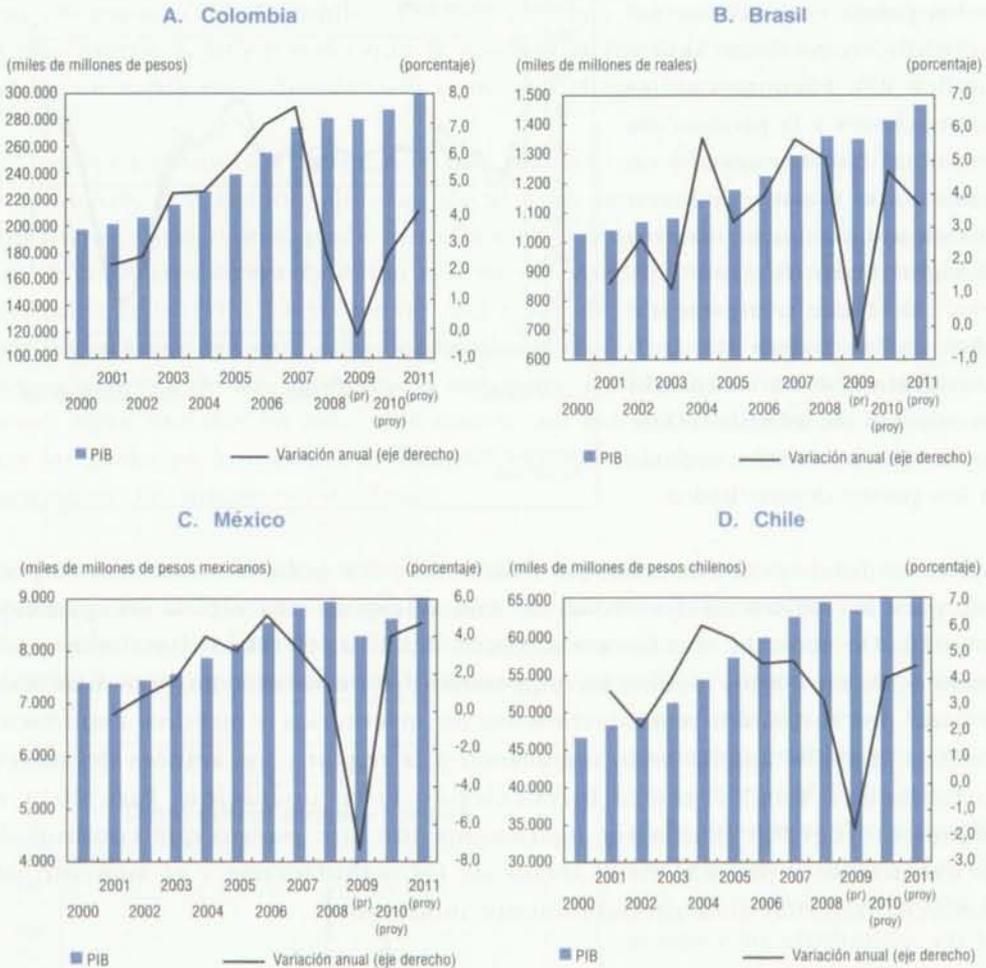
Dados los fundamentales económicos sólidos y los grandes estímulos de política, para los países en desarrollo de Asia se espera una rápida recuperación en 2010. De acuerdo con los pronósticos del FMI, el PIB de Asia emergente creció 6,5% en 2009 y podría incrementarse 8,4% este año. En particular, esto se daría por inversión, reabastecimiento de inventarios y mayores exportaciones. Los flujos de capital están regresando a la región y los avances del mercado financiero local seguirán fortaleciendo la recuperación. Para 2011 el crecimiento del PIB podría ser ligeramente inferior, puesto que continuarán los excesos de capacidad en el sector de las manufacturas y el aumento del comercio mundial será probablemente moderado.

Luego de una caída aproximada del PIB de 2,3% en 2009, la producción de Latinoamérica aumentaría cerca de 3,7% en 2010 de acuerdo con las proyecciones del FMI. No obstante, en la mayoría de países de la región el crecimiento estaría por debajo del potencial (Gráfico 14). La contracción de la inversión podría impedir que el crecimiento alcance los niveles del período de auge. De igual forma, se proyecta que las remesas y, en menor medida, el turismo, se recuperen moderadamente en el período 2010-2011, debido a las débiles condiciones del mercado laboral de los Estados Unidos y otros países desarrollados.

D. Principales riesgos a largo plazo y el desmonte de los estímulos

Para los próximos años los países industrializados tienen dos grandes retos. El primero es identificar el momento adecuado y la gradualidad con la cual

Gráfico 14
PIB a precios constantes



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

se deben retirar los estímulos fiscales y monetarios, para evitar que éstos se conviertan en un obstáculo para el crecimiento de largo plazo. El segundo consiste en realizar los ajustes y reformas necesarias para mantener la deuda pública en niveles sostenibles.

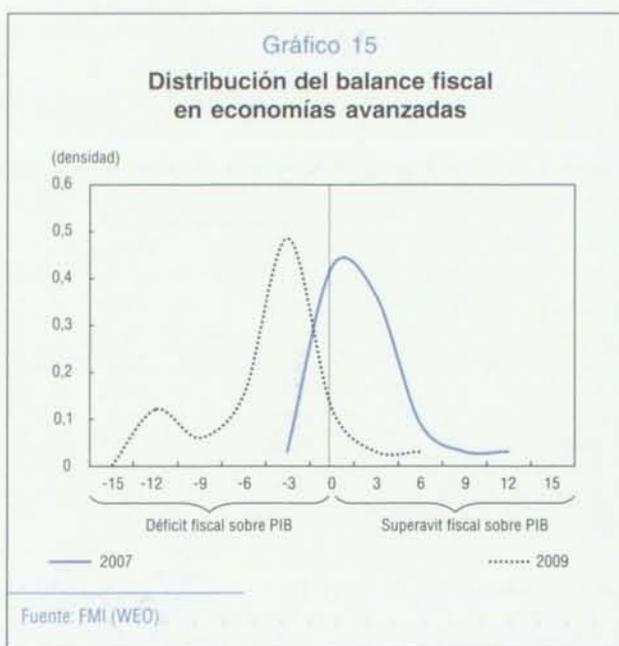
No superar el primer reto podría llevar a una recaída de la economía por una retirada prematura de los estímulos, a aumentos en la inflación o a distorsiones en el mercado financiero por mantener la liquidez en niveles excesivos. Una deuda pública elevada puede generar expectativas de incumplimiento de pago, aumentos en la percepción de riesgo y en las tasas de

interés. Así mismo, la alta demanda por crédito del sector público puede reducir el espacio de financiamiento del sector privado (*crowding out*). La materialización de estos riesgos constituiría un obstáculo para el crecimiento de las economías industrializadas y afectaría a los países en desarrollo por medio de una menor demanda mundial y de un mayor costo de financiamiento externo.

En el frente monetario es probable que en el presente año la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) no renueve las compras de activos «tóxicos» ni las facilidades a los bancos comerciales, estímulos que se usaron para estabilizar el mercado interbancario en los momentos de mayor profundidad de la crisis financiera. Esta tendencia también podría darse en el Reino Unido y los países de la zona del euro. Con respecto a la postura de la política monetaria, los analistas proyectan que los primeros movimientos al alza de las tasas de interés por parte de la Fed se harían hacia finales de año.

Los estímulos fiscales deberían irse eliminando a medida que las economías muestren señales de un crecimiento autosostenible. En la práctica es probable que esta tarea no tenga la agilidad requerida, ya que cerca del 50% de los recortes de impuestos que se implementaron durante la crisis fueron permanentes; para aumentarlos de nuevo se necesitarían reformas estructurales con trámites en los respectivos congresos. Por lo anterior, es posible que el ajuste fiscal se dé en mayor medida por una reducción del gasto que por aumentos en los ingresos.

A pesar de que el mercado espera ajustes fiscales, el mayor riesgo de largo plazo continúa siendo la sostenibilidad de la deuda pública (véase sombreado p. 29) Como se muestra en el Gráfico 15, el deterioro en los balances de los gobiernos de las economías avanzadas fue generalizado. Mientras que en 2007 el 54% de dichas economías tenían un balance fiscal superavitario, en 2009 esta cifra se redujo al 6%. Para el mismo período, el porcentaje de países que presentaron déficits fiscales superiores al 2,5% del PIB pasó del 18% al 87%. En particular, varios países europeos estarían superando

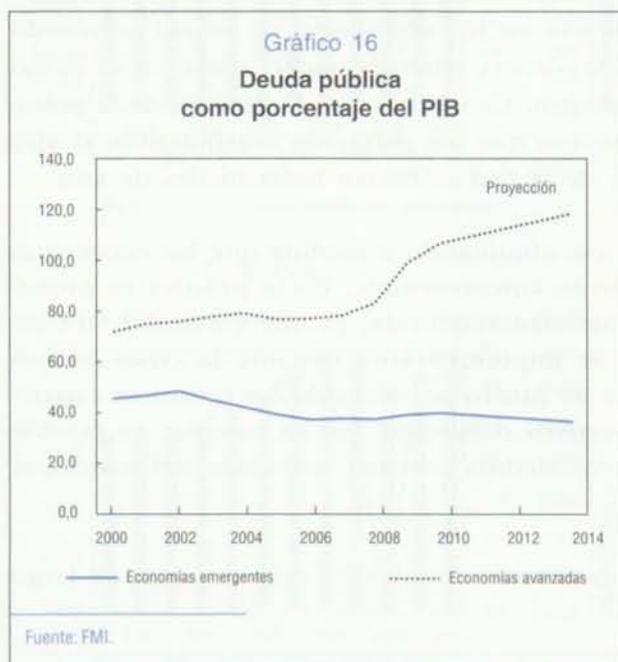


ampliamente los umbrales establecidos en el Tratado de Maastricht, en el cual el tope máximo del déficit fiscal es de 3% del PIB.

De acuerdo con el FMI, en el año 2014 la deuda de los países del G-20 podría llegar a 118% del PIB (Gráfico 16), de tal forma que el servicio de la deuda será una proporción importante del gasto (Cuadro 4). Aún si se suponen grandes ajustes fiscales, sólo hasta 2030 la deuda se podrá reducir a cerca del 60% del PIB. Esto será uno de los retos más grandes de los próximos años en las economías industrializadas. Países como Japón, Irlanda, el

Reino Unido, Grecia y España tendrán que hacer los mayores esfuerzos para alcanzar niveles prudentes de endeudamiento en 2030.

Los ajustes macroeconómicos de las economías desarrolladas pueden terminar afectando a las emergentes. El Banco Mundial prevé que en los próximos cinco a diez años el aumento de la aversión al riesgo y las condiciones regulatorias más estrictas pueden dar lugar a una escasez de capital y a un aumento de su costo para los países en desarrollo. Según



Cuadro 4
Pago de intereses y deuda pública en países desarrollados

	Pago de intereses netos sobre gasto		Deuda pública sobre ingresos fiscales	
	2007	2014 (proy)	2007	2014 (proy)
Alemania	5,4	4,8	144,5	203,4
Canadá	1,5	0,5	158,4	166,8
Estados Unidos	6,6	12,4	206,9	364,4
Francia	4,5	5,9	128,7	197,2
Italia	10,3	13,1	220,7	272,9
Japón	1,6	8,1	604	446
Reino Unido	3,9	7	116,8	267,4
Países avanzados G-20	5,2	8,8	225,5	300,5
Países en desarrollo G-20	9,6	8,3	142,3	137,1

(proy) proyectado.
Fuente: FMI

la misma entidad, las tasas de crecimiento de estos últimos pueden ser inferiores (entre 0,2% y 0,7%) a las que se observarían si el financiamiento se hubiera mantenido.

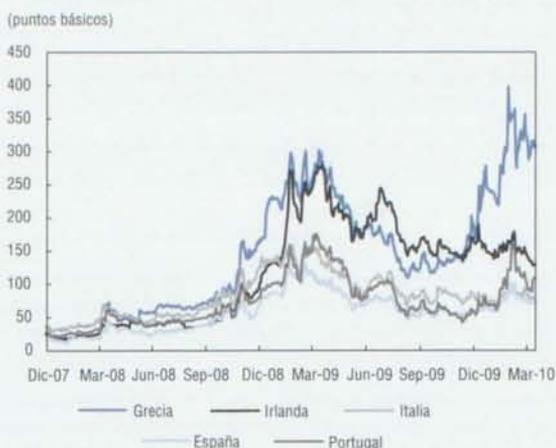
PRESIONES SOBRE LA DEUDA SOBERANA DE ALGUNOS PAÍSES DE EUROPA

El fuerte aumento de la deuda pública de los países desarrollados podría ser un obstáculo para alcanzar una reactivación vigorosa. Esto probablemente se reflejará en un incremento de las necesidades de financiamiento y en un alza de las tasas de interés de mercado¹. De esta forma, en las economías avanzadas las medidas fiscales que están ayudando en el corto plazo a recuperar la actividad económica podrían atentar contra la estabilidad macroeconómica y contra la solidez de las monedas. Esto último se está observando en países como Grecia y en menor medida en Irlanda, Portugal y España. Dichas economías, consideradas tradicionalmente como estables, están viendo afectadas tanto su calificación crediticia como sus primas de riesgo, debido al deterioro económico y las presiones sobre sus fiscos.

Los diferenciales de deuda soberana de algunos países de la zona del euro con respecto a Alemania se ampliaron recientemente, siendo el caso más notable el de Grecia (Gráfico A). Este comportamiento se explica por las fuertes presiones sobre el fisco griego, para el cual se prevé un déficit fiscal alrededor de 13% del PIB. La Comisión Europea se ha pronunciado sobre la necesidad de que Grecia actúe de inmediato para corregir su desbalance fiscal, pues ese país no había tomado medidas

Gráfico A

Diferencial de la deuda soberana a 10 años con respecto a la deuda alemana



Fuente: Bloomberg.

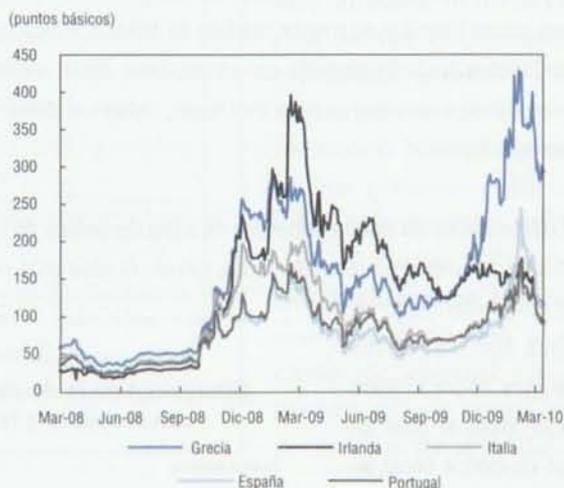
¹ En caso de que el gasto en estos países no se reduzca o su ingreso no aumente en un período prudencial.

suficientes para solucionarlo, por lo que la situación podría ser insostenible. Cabe mencionar que dentro del Tratado de Maastricht se establece que los países de la zona del euro deben mantener sus déficits presupuestarios por debajo del 3% del PIB².

El fuerte deterioro de las finanzas griegas, junto con los anuncios de la Comisión sobre los planes de consolidación fiscal³, han generado bastante incertidumbre en los mercados financieros en los primeros meses del año. De igual forma, esta situación ha provocado presiones sobre el euro, el cual se ha debilitado cerca de un 5,2% en el corrido de 2010 y ha alimentado los temores sobre una posible crisis de la deuda que afecte al resto de países de la Comunidad Europea.

Es así como las primas de riesgo, medidas con los *credit default swaps*⁴ (CDS), se elevaron considerablemente a principios de año, especialmente para Grecia, España y Portugal, alcanzando niveles superiores a los presentados en el auge de la crisis *subprime*. Aunque dicha tendencia se ha revertido recientemente, estas primas aún se ubican en valores superiores a los observados antes del inicio de la crisis (Gráfico B).

Gráfico B
Credit default swaps a 5 años



Fuente: Bloomberg.

² Sin embargo, la mayoría de los países de la zona del euro han incumplido este límite a raíz de la crisis.

³ El déficit de los países de la zona del euro fue del 0,8% del PIB en 2007 y del 2,3% en 2008. Las previsiones indican que en 2009 se va a triplicar (hasta el 6,9%), y que alcanzará el 7,5% este año. La Comisión propone diferentes plazos (entre 2012 y 2015) para que los países europeos alcancen el déficit fiscal del 3% del PIB. Estas recomendaciones requieren aún el visto bueno del Consejo.

⁴ Éste es un instrumento financiero por medio del cual se negocia el riesgo crediticio de un bono. El tenedor paga una prima (puntos básicos sobre el valor nominal del bono) a la entidad que ofrece el CDS a cambio de que ésta responda por el valor nominal en caso de que el emisor incumpla. La valoración de un CDS se hace en puntos básicos sobre el valor nominal del bono y tiene una relación directa con el nivel de aversión al riesgo de los inversionistas.

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS EN 2009 Y PERSPECTIVAS

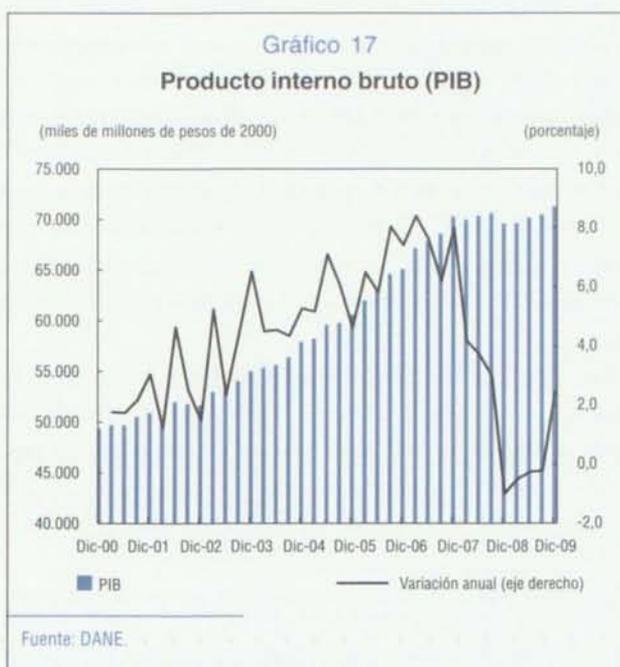
En 2009 el crecimiento del PIB en Colombia fue 0,4%, registro mejor que el presentado por la economía mundial (-0,8%). El fuerte incremento en la inversión de obras civiles y, en menor medida, el aumento en el consumo del Gobierno fueron los mayores aportes a dicho crecimiento. El consumo de los hogares, que en el primer semestre presentó una tasa negativa de crecimiento, se recuperó en los últimos dos trimestres de 2009.

A diferencia de lo sucedido en las economías desarrolladas, el sistema financiero en Colombia se mantuvo saludable. La reducción de 650 puntos básicos en la tasa de interés de intervención del Banco de la República, se transmitió a las tasas de ahorro y de crédito.

A. Actividad económica

En 2009 la economía colombiana registró un crecimiento de 0,4%. Esta tasa, similar a la pronosticada por el Banco de la República, resultó mejor que la observada en la economía mundial (-0,8%). La menor demanda externa por nuestros productos, junto al deterioro interno de la confianza de consumidores y empresarios, que frenó el consumo de los hogares y provocó una fuerte contracción de la inversión, fueron los principales mecanismos mediante los cuales la crisis internacional afectó el desempeño económico de Colombia.

La crisis internacional golpeó con más fuerza a la economía colombiana a partir del cuarto trimestre de 2008 y hasta el segundo trimestre de 2009. Cuando se examinan los crecimientos trimestrales se encuentra que el único retroceso relevante del PIB se dio a finales de 2008 y que durante el primer trimestre de 2009 éste se mantuvo estancado. Sin embargo, a partir del segundo trimestre se observó nuevamente una expansión, aunque a un ritmo lento. En términos anuales esta tendencia permitió mostrar un crecimiento positivo de 2,5% para el cuarto trimestre (Gráfico 17).



Además de las señales de reactivación vinculadas con la recuperación de la economía mundial, para el segundo semestre otras circunstancias que tuvieron efectos positivos sobre la economía colombiana fueron: i) la política monetaria expansiva adelantada desde finales de 2008; ii) el aumento del gasto público y de la inversión en obras civiles¹², y iii) la mejora del ingreso disponible de los hogares, producto de la reducción de la inflación¹³. No obstante, la caída de las ventas a Venezuela, asociada con el fuerte descenso de su demanda interna y con las restricciones comerciales impuestas por dicho país, jugó en contra de la reactivación y del desempeño de la economía colombiana en la segunda mitad del año.

Es probable que los anteriores impulsos y restricciones continúen durante 2010 y sean los que determinen la rapidez con la cual se recupere la economía. Teniendo en cuenta estos riesgos, se espera una variación anual del PIB entre 2% y 4% para 2010.

1. Crecimiento del PIB por tipo de gasto en 2009

El pobre comportamiento del PIB durante 2009 estuvo asociado con una expansión muy pequeña del consumo privado y con una fuerte contracción de la inversión diferente a obras civiles, así como de las exportaciones. Estas tendencias fueron parcialmente compensadas por un aumento significativo de la inversión en obras civiles y por un consumo del Gobierno que, aunque no tuvo un desempeño sobresaliente, sí creció por encima del PIB (Cuadro 5).

Con respecto al consumo privado, se observó una ligera contracción en la primera mitad del año, pero una recuperación en la segunda, que fue especialmente marcada durante el cuarto trimestre, cuando esta variable creció a una tasa anual de 1,0% y se situó en niveles superiores a los máximos observados antes de la crisis (Cuadro 5). La mejora del consumo de los hogares a partir del tercer trimestre coincidió con un aumento de la confianza de los consumidores. La caída de la inflación y la reducción de las tasas de interés, por cuenta de la política monetaria holgada, debieron influir positivamente sobre el ingreso disponible de las familias e impulsaron su consumo.

Por tipo de bienes, como era de esperarse, durante 2009 la contracción más fuerte se presentó en el consumo de durables, pues esta demanda suele ser más sensible a las variaciones en el ingreso de los hogares y a los cambios en las perspectivas económicas. Este gasto es el único que al cierre de 2009 se

¹² Este grupo, que tiene un importante componente público, logró mitigar la fuerte caída de los gastos en inversión de otro tipo.

¹³ La menor inflación sirvió como componente dinamizador del consumo privado.

Cuadro 5
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
 (porcentaje)

	Año completo				2009				
	2005	2006	2007	2008	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	año completo
Consumo	5,1	6,2	6,9	2,3	(0,4)	0,2	1,2	2,0	0,7
Consumo de los hogares	4,7	6,8	7,6	2,5	(0,6)	(0,1)	0,2	1,0	0,1
Consumo del Gobierno	6,4	4,2	4,5	1,3	0,3	1,1	4,7	5,3	2,9
Formación bruta de capital	19,9	19,1	13,7	7,5	(3,7)	(9,4)	(10,0)	3,0	(5,2)
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	21,2	17,2	15,2	4,7	(2,9)	(1,4)	(2,3)	0,3	(1,6)
FBCF diferente de obras civiles	21,4	17,4	13,0	11,1	(5,9)	(14,5)	(15,8)	(13,5)	(12,4)
FBCF en obras civiles	20,7	16,7	21,5	(11,8)	6,9	41,9	41,0	44,7	33,9
Existencias	9,0	36,8	2,0	32,3	(9,7)	(60,5)	(53,6)	26,4	(30,4)
Demanda final interna	7,8	8,9	8,5	3,5	(1,2)	(2,2)	(1,7)	2,2	(0,7)
Exportaciones	7,2	8,0	11,4	7,2	1,4	(4,9)	(10,8)	(18,0)	(8,2)
Importaciones	17,0	16,2	13,9	9,8	(2,0)	(10,6)	(12,0)	(11,4)	(9,1)
PIB	5,7	6,9	7,5	2,4	(0,5)	(0,3)	(0,2)	2,5	0,4

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

situaba por debajo de los niveles precrisis. En otros renglones de consumo, como el de bienes no durables, semidurables y de servicios, los resultados del cuarto trimestre de 2009 superan aquellos observados en el tercero de 2008.

En 2009 la caída de la formación bruta de capital fue de 5,2%, concentrada en la inversión diferente a obras civiles y existencias (-12,4%) (Cuadro 5). En buena parte este comportamiento obedeció a la pérdida de confianza de los inversionistas (resultado de la crisis internacional)¹⁴, así como a los excesos de capacidad ociosa del aparato productivo que surgieron por el retroceso de las demandas interna y externa desde mediados de 2008 (véase siguiente sección). La contracción de esta inversión en 2009 es la primera que se observa en la década y, a diferencia de lo acontecido con el consumo privado, esta variable no mostró signos de recuperación durante el segundo semestre del año. Incluso, a finales de año sus niveles eran equivalentes a los observados en 2006. Dentro de este agregado el gasto más golpeado fue el de inversión en maquinaria y equipo, que en su mayor parte es ejecutado por la industria.

Las exportaciones, por su parte, cayeron 8,2% durante todo el año. El menor dinamismo de la demanda externa reflejó el fuerte desplome de los

¹⁴ Hecho que se registra en las encuestas de opinión aplicadas a los industriales.

flujos comerciales, que se dio en la mayoría de países del mundo, afectando principalmente los volúmenes exportados de bienes industriales (Cuadro 5). En el segundo semestre esta situación se agudizó por la contracción de las exportaciones de café¹⁵ y por el desplome de las ventas a Venezuela, relacionado con la fuerte caída de su demanda interna y con el endurecimiento de las restricciones comerciales impuestas por dicho país. Estos últimos hechos impidieron que se presentara una recuperación más clara del producto a finales de año.

Dentro de los factores que impulsaron el crecimiento, el consumo público presentó una expansión persistente a lo largo de todo el año, con una tasa anual de crecimiento máxima en el cuarto trimestre. Por su parte, la inversión en obras civiles fue el agregado que mayor dinamismo presentó en 2009¹⁶. Los gastos en obras portuarias y construcciones para la minería ejecutados en el primer semestre, y la inversión en carreteras, calles y puentes (principalmente a nivel interurbano) en el segundo, hicieron que la inversión en obras civiles creciera a una tasa anual de 33,9%. Al igual que en 2008, en el año pasado parte de estos proyectos tuvieron su origen en la IED.

Dado lo anterior, la demanda interna cayó 0,7% en todo el año, lo que contrasta con la expansión del PIB. La demanda externa neta (exportaciones menos importaciones), por su parte, contribuyó de manera positiva al crecimiento, debido a que la caída de las importaciones superó a la de las exportaciones. Las importaciones mantuvieron una tendencia decreciente durante 2009, por lo que para el año completo cayeron 9,1% (Cuadro 5). Las compras más afectadas fueron las de productos metalúrgicos y de maquinaria, asociadas con el pobre desempeño de la inversión. En pesos constantes, los niveles de las importaciones crecieron un poco en la segunda mitad del año pasado; sin embargo, aún se encontraban alrededor de un 10% por debajo de los valores máximos históricos observados a finales de 2008.

2. Crecimiento del PIB por ramas de actividad en 2009

En 2009 la industria manufacturera presentó un descenso de 6,3%, siendo la rama de actividad económica con la mayor contribución negativa al crecimiento (Cuadro 6). Este sector resultó ser el más afectado por el deterioro de la demanda externa, dado que su dinámica está estrechamente vinculada con la del comercio mundial. La fuerte caída de las ventas a Venezuela también contribuyó al mal comportamiento industrial en la segunda mitad de año, principalmente en subsectores como hilados, prendas de vestir, cuero,

¹⁵ Las menores exportaciones de café estuvieron también ligadas a una menor producción interna.

¹⁶ Este agregado combina inversiones de origen público y privado.

Cuadro 6
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica
 (porcentaje)

	Año completo				2009				
	2005	2006	2007	2008	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	año completo
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	2,4	3,9	3,9	2,6	0,4	(0,4)	1,4	2,8	1,0
Explotación de minas y canteras	1,7	3,2	2,9	7,3	11,0	10,2	8,8	15,0	11,3
Industria manufacturera	5,4	6,8	9,5	(1,8)	(7,6)	(10,2)	(5,6)	(1,4)	(6,3)
Electricidad, gas y agua	3,0	3,1	3,7	1,2	0,4	(0,0)	1,7	2,9	1,2
Construcción	12,8	13,5	11,5	(0,3)	(2,9)	17,8	14,5	22,0	12,8
Edificaciones	4,7	11,8	1,1	18,2	(13,8)	(10,4)	(17,1)	(7,6)	(12,4)
Obras civiles	19,7	14,8	19,1	(11,8)	6,9	41,9	41,0	44,7	33,9
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	7,3	8,7	8,7	1,7	(2,5)	(4,9)	(4,3)	0,1	(2,9)
Transporte, almacenamiento y comunicación	8,7	9,2	11,0	4,0	(0,4)	(0,7)	(3,3)	(0,2)	(1,2)
Estab. finan., segur., inmueb. y serv. a las empresas	5,5	6,7	7,3	5,6	4,9	4,2	0,7	2,8	3,1
Servicios sociales, comunales y personales	4,6	4,7	4,7	2,1	0,4	1,7	1,4	1,8	1,3
Subtotal valor agregado	5,5	6,5	7,2	2,4	(0,1)	0,2	0,2	3,0	0,8
Impuestos - subsidios	8,0	11,6	11,5	3,2	(4,3)	(5,3)	(4,2)	(3,7)	(4,4)
PIB	5,7	6,9	7,5	2,4	(0,5)	(0,3)	(0,2)	2,5	0,4

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

naquinaria y equipo. Pese a lo anterior, el nivel total del PIB manufacturero tendió a recuperarse a partir del tercer trimestre, aunque de una manera muy moderada.

Los otros sectores que registraron caídas anuales importantes en 2009 fueron la construcción de edificaciones, el comercio y el transporte (Cuadro 6). En el primer caso, el sector se vio notoriamente afectado por la caída en las obras en proceso, en particular por las destinadas a vivienda diferente de interés social y por los descensos en los procesos de obra de oficinas, locales comerciales y bodegas. El mejor comportamiento de la construcción de vivienda de interés social impidió que la caída de este sector fuera más pronunciada, lo cual habría sido inducido por los subsidios otorgados por el Gobierno para la compra de vivienda nueva. Por su parte, el mal desempeño del comercio y el transporte se explica por el desplome de la producción industrial, la pobre dinámica del consumo y el deterioro del comercio exterior.

Por otra parte, desde una perspectiva contable, la caída de 4,4% del recaudo neto real del Gobierno (impuestos menos subsidios) castigó fuertemente el crecimiento. Al excluir esta variable del cálculo del PIB se obtiene el valor agregado producido por el total de las ramas de actividad, que se expandió 0,8% en 2009.

En contraste, las ramas de actividad que mejor se desempeñaron en medio de la crisis global fueron la construcción de obras civiles, la minería y el sector de servicios financieros (Cuadro 6). Además del aporte significativo de la construcción de obras civiles (tanto públicas como privadas), el sector minero también contribuyó de manera importante al crecimiento del PIB por cuenta de la producción petrolera. En particular ésta última se benefició de los abundantes flujos de inversión extranjera en los últimos años, lo que, junto con un precio del petróleo que se mantuvo en niveles relativamente altos, le permitió elevar de manera sostenida su producción durante 2009. Por último, la valorización de los TES y las acciones entre otros activos del portafolio de inversión de los intermediarios financieros permitió un crecimiento importante del PIB del sector de servicios financieros. A ello contribuyó el que la banca local no fue afectada seriamente por la crisis externa y por lo tanto pudo mantener activa la oferta de crédito

3. Perspectivas de la actividad económica para 2010

Aunque los riesgos externos aún son altos, todo apunta a que los efectos más serios de la crisis financiera internacional empezaron a ser superados a finales de 2009 y continuarían siéndolo en 2010. Esta situación, que se ha visto reflejada en el surgimiento de señales de reactivación de varias economías emergentes y algunas desarrolladas, deberá favorecer el crecimiento colombiano en 2010, al estimular la demanda externa por nuestros productos y mantener o incrementar los precios de las materias primas exportadas por el país.

Infortunadamente, estas perspectivas favorables derivadas de un mayor comercio internacional se verán opacadas parcialmente por un pobre desempeño económico de Venezuela. Aunque la incertidumbre sobre el crecimiento de dicho país para 2010 se mantiene muy alta, un amplio conjunto de variables señala que lo más probable es que se sitúe por debajo de 2,0%. Esto se suma a la reciente devaluación del bolívar y a las restricciones comerciales que rigen desde 2009, todo lo cual, de mantenerse, restaría aún más competitividad a los productos colombianos en el vecino país y puede hacer más lenta y prolongada la recuperación de sectores como el industrial.

De este modo, aunque se espera que las exportaciones muestren un repunte importante con respecto a lo observado en 2009, la débil demanda de Venezuela hará que su dinámica en 2010 no sea tan favorable como podría serlo por la recuperación prevista de la economía mundial. Esta circunstancia hará difícil que en 2010 se reporten los niveles (en pesos constantes) observados en 2008, el año de mayor valor exportado en la historia del país, según las cuentas nacionales del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE). Cabe señalar que el proceso de sustitución de las exportaciones

a Venezuela por ventas a otros mercados o de otros productos no ha sido muy exitoso, por lo menos en el corto plazo.

El crecimiento del producto en el presente año también será impulsado por el consumo privado. Dado que los cambios en las tasas de interés tienen un efecto rezagado sobre el consumo, cabe esperar que las reducciones que se observaron en la tasa de política en 2009, y que tuvieron algún impacto en este tipo de gasto hacia finales de ese año, tengan también un efecto favorable en 2010. El efecto de las bajas tasas sobre el consumo privado se da mediante varios canales, como el de la reducción de los egresos por servicio de la deuda (lo que libera ingreso para el consumo), o el de un aumento de la demanda por crédito para financiar gasto, entre otros. A pesar de lo anterior, el ritmo de expansión del consumo estará limitado por algunas circunstancias adversas, dentro de las que sobresale el deterioro que podría seguir exhibiendo el mercado laboral, con muy poco o nulo crecimiento del empleo formal. Esto muy probablemente limitará el crecimiento del consumo privado, haciendo que se sitúe por debajo de su promedio histórico.

El comportamiento del consumo público tendrá igualmente una influencia positiva en el crecimiento anual del producto, pero en menor magnitud que su contraparte privada. Por su lado, la variación anual de la inversión presentará un repunte importante frente a 2009. En 2010 se espera que la mayor contribución a este agregado provenga de la inversión diferente de obras civiles, la cual estará impulsada, a su vez, por IED dirigida al sector minero, particularmente al petrolero. La inversión en obras civiles (en parte privada y en parte pública) presentará nuevamente un crecimiento positivo en 2010, aunque menor que el observado en 2009. Esto último obedece a que la inversión pública se reducirá acorde con los anuncios de aplazar el gasto divulgados por el Gobierno.

Por último, las importaciones presentarán un crecimiento positivo luego de la fuerte caída registrada en 2009. Este repunte se asocia con la reactivación del consumo y de la inversión, y ubicará a las compras de productos externos en niveles cercanos a los que se registraron antes de la crisis.

Dado todo lo anterior, para este año se espera que la recuperación del PIB, que comenzó a observarse desde el segundo semestre de 2009, continúe en 2010, y que el crecimiento de la economía se ubique entre 2% y 4%. Esta expansión, sin embargo, resulta inferior al promedio observado en los últimos años, y en el mismo sentido está por debajo de lo esperado para otros países latinoamericanos. No obstante, cabe señalar que en la mayoría de tales economías se observó una caída del PIB en 2009, algo que no sucedió en Colombia. Aunque, en el caso colombiano hay un factor negativo adicional, como es el desplome de las ventas a Venezuela.

B. Inflación

1. La inflación en 2009

Durante 2009 diversos factores internos y externos permitieron un descenso sustancial de la inflación anual al consumidor en Colombia. En buena parte del año la inflación se ubicó muy por debajo del rango meta establecido por la JDBR (entre 4,5% y 5,5%). Los choques, no todos previstos, se sumaron a los efectos rezagados de la política monetaria restrictiva adelantada entre la mitad de 2006 y mediados de 2008.



En diciembre pasado la inflación al consumidor se situó en 2% (Gráfico 18), un nivel mucho menor que el registrado un año atrás (7,7%) y el más bajo desde noviembre de 1955. Con aquella cifra, la inflación de fin de año quebró la tendencia alcista de 2007 y 2008, y además se situó en el piso del rango meta de largo plazo (entre 2% y 4%).



Un factor decisivo en la disminución de las presiones inflacionarias en Colombia, como también en la mayoría de economías desarrolladas y emergentes, fue la recesión internacional, la cual indujo una importante caída en los precios internacionales de los combustibles, otras materias primas y alimentos, sobre todo desde finales de 2008 y durante la primera mitad de 2009. En el país el efecto más fuerte se dio en los precios de los alimentos: la variación anual del IPC de esta canasta de bienes se desplomó más de lo previsto inicialmente, pasando de 13,2% en diciembre

de 2008 a -0,3% un año después (Gráfico 19). Con ella se revirtió buena parte del choque alcista de 2008. En efecto, mientras que en 2009 la caída de la inflación total fue explicada en un 90% por alimentos, un año atrás los precios de este mismo grupo habían explicado el 99% de su aumento (Cuadro 7).

La recesión mundial también indujo caídas en los precios de otros bienes como combustibles y energía. Así mismo, la contracción de las exportaciones redujo la demanda de diversos bienes y servicios transables y no transables. Todo lo anterior contribuyó a que la inflación básica también descendiera en el último año. Así, el promedio de los cuatro indicadores básicos estimados regularmente por el Banco de la República cerró 2009 en 3,1%, frente a 5,6% de finales de 2008. Dentro de ellos se debe mencionar la caída registrada por el IPC sin alimentos de 5,1% a finales de 2008 a 2,9% a finales de 2009 y la del IPC sin alimentos ni regulados desde 4,0% a 3,0% en el período de estudio. Estos indicadores se ubicaron en los niveles más bajos registrados en los últimos años (Gráfico 20).

Dentro de los factores internos que permitieron la desaceleración marcada de la inflación en Colombia sobresale la debilidad de la demanda privada, tanto del consumo como de la inversión. Lo anterior, junto con la caída en las exportaciones, generó excesos de capacidad productiva y menor utilización de la capacidad instalada de sectores como el industrial (Gráfico 21).

Cuadro 7
Descomposición de la inflación según presiones alcistas a diciembre de 2009

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual					Participación porcentual en la desaceleración del IV trimestre	Participación porcentual en la desaceleración año completo
		Dic-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dic-09		
Inflación								
Total	100,00	7,67	6,14	3,81	3,21	2,00	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,11	4,90	4,27	3,52	2,91	37,76	29,29
Transables	26,00	2,37	2,45	2,78	2,68	1,36	29,88	4,91
No transables	30,52	5,24	5,36	4,73	4,76	4,41	9,30	4,77
Regulados	15,26	9,45	8,11	5,85	2,47	2,58	(1,42)	19,61
Alimentos	28,21	13,17	8,67	2,81	2,23	(0,31)	62,24	70,71
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	5,12	21,94	12,28	(3,68)	(3,40)	(4,24)	3,40	24,72
Cereales, aceites y otros	8,03	19,02	12,89	5,29	0,91	(5,27)	38,99	35,94
Comidas fuera del hogar y otros	11,59	7,27	6,71	5,99	5,74	5,02	6,57	4,81
Carne de res y sustitutos	3,47	6,45	4,17	4,56	3,11	(1,76)	13,28	5,25

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.



Las presiones de costos también se redujeron de manera importante en 2009, en parte por la caída de los precios internacionales y de insumos por la apreciación del tipo de cambio a partir de marzo. Por ello la inflación anual al productor pasó a terreno negativo en los últimos meses del año y se situó en -2,2% en diciembre, después de que a finales de 2008 había alcanzado 9,0% (Gráfico 22). Las disminuciones se presentaron tanto en el índice de precios del productor (IPP) de importados como en el IPP de producidos y consumidos en el país.

Las expectativas de inflación se redujeron gradualmente a lo largo de 2009, lo que seguramente también contribuyó a moderar las alzas en varios precios de transables y no transables, especialmente durante la segunda mitad del año, cuando convergieron a la meta de largo plazo. Diversos indicadores muestran que la inflación esperada a doce meses habría pasado de niveles superiores a 5,0% a finales de 2008 a cifras cercanas al 4,5% a mediados de 2009, y que además se habría situado por debajo del 4,0% para diciembre pasado, claramente dentro del rango meta de largo plazo.

Todas estas presiones a la baja se manifestaron en una

reducción significativa de la variación anual de los IPC de transables y no transables sin alimentos ni regulados. En el caso de transables, la cifra para fin de año fue de solo 1,4%, la menor en toda la década, excepto por la de septiembre de 2007. Para los no transables, los registros se ubicaron por debajo de 5% a partir de abril, nivel que no se veía desde 2006, y terminaron en diciembre en 4,4%. Ello se dio, incluso, a pesar de que dentro de esta canasta varios precios de servicios que suelen ser altamente indexados (como los de educación, salud y financieros) mantuvieron ajustes anuales cercanos al 7% a lo largo de todo el año (gráficos 23 y 24).

En el caso de los precios de los regulados también se presentó un descenso importante y mayor que el esperado: la variación anual en este caso pasó de 9,5% a 2,6% entre diciembre de 2008 y diciembre de 2009 (Gráfico 25). Al igual que en alimentos, el descenso en esta canasta obedeció principalmente a la reversión de los choques en los precios internacionales y locales de los combustibles y la energía, principalmente. Esto hizo posible la reducción en el precio de la gasolina en cerca de 5% durante todo el año.

Aparte de los factores mencionados, durante el segundo



semestre del año se presentaron presiones deflacionarias por cuenta del golpe sufrido por las exportaciones a Venezuela. Esta situación, además de contribuir a mantener altos excesos de capacidad productiva en la industria, ayudó a ampliar los de otros sectores como el agropecuario, produciendo caídas en los precios de varios bienes, especialmente alimentos. El caso más destacado fue el de la carne, cuyo precio descendió cerca del 7% en la segunda mitad del año.

Así las cosas, la caída de la inflación terminó siendo más fuerte que lo esperado a comienzos de año. Aunque la reducción de los precios internacionales y la menor demanda externa diferente a Venezuela fueron en su mayoría previstas, esto se dio en un entorno de apreciación mayor al esperado, especialmente durante la segunda mitad del año. De igual manera, la demanda, especialmente el consumo y la inversión privados, se resintieron más de lo esperado, en parte por los efectos de la fuerte caída de las ventas a Venezuela a partir de agosto.

2. Perspectivas de la inflación en 2010

La mayoría de factores estructurales que el año pasado permitieron reducir la inflación deberán seguir actuando en 2010. En particular no se esperan presiones de demanda por cuenta del crecimiento interno, pues éste se mantendría cerca o por debajo del crecimiento potencial (Gráfico 21). Debido a ello, los excesos de capacidad productiva originados en la gran inversión acumulada en los años anteriores continuarían siendo amplios.

Por otro lado, no se esperan presiones hacia una mayor inflación originadas en la tasa de cambio, lo que en general disminuye los riesgos de aumentos en costos de las materias primas y de bienes importados y transables. Así mismo, los aumentos de salarios tampoco representarán un peligro para la estabilidad de precios, teniendo en cuenta que el mercado laboral se mantendría holgado y que el aumento decretado para el salario mínimo (3,6%) estuvo dentro del rango meta de largo plazo (entre 2% y 4%).

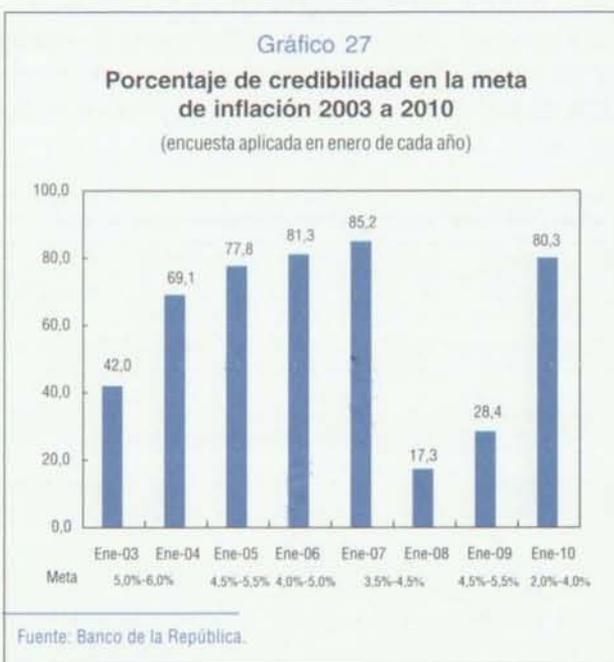
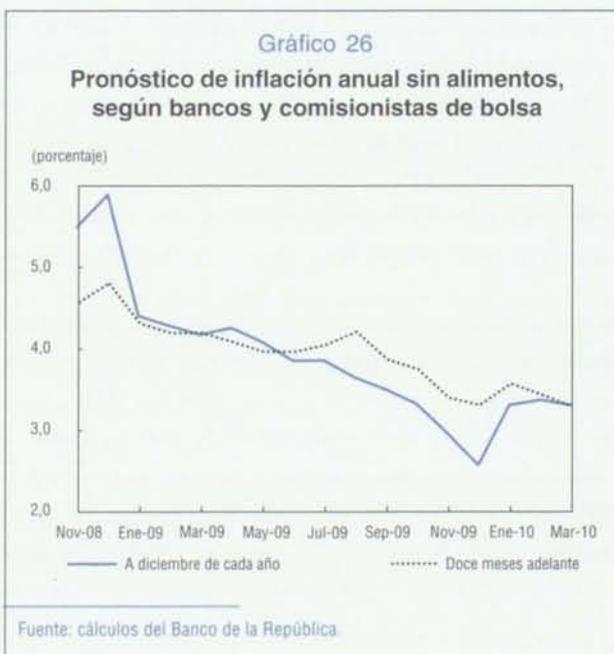
En el frente externo, aunque se espera una recuperación de la demanda mundial, aquélla sería modesta y no presionaría excesivamente los mercados de materias primas, por lo que es factible esperar aumentos moderados en los precios internacionales de los combustibles, minerales y alimentos. Además, la difícil situación que seguiría atravesando el comercio con Venezuela limitaría el crecimiento de las ventas externas y reduciría las posibilidades de que surjan presiones de demanda por este concepto.

Por último, las expectativas de inflación comenzaron el año en niveles compatibles con el rango meta, tal como lo sugieren los resultados de las encuestas

efectuadas por el Banco de la República. De acuerdo con la encuesta mensual aplicada a operadores del mercado financiero, en febrero la inflación esperada a doce meses se mantenía por debajo del 4,0% (Gráfico 26). Por su parte, la encuesta trimestral efectuada en enero a un espectro más amplio de personas, que incluye empresarios, indica que los consultados esperan que la inflación se sitúe en 3,3% a doce meses. Esta misma encuesta muestra que un alto porcentaje de personas cree factible el cumplimiento de la meta fijada por la JDBR, algo que no se presentó en los dos años anteriores (Gráfico 27).

Así las cosas, en principio estarían dadas las condiciones para que la inflación en 2010 se mantenga en el rango meta de largo plazo (2% a 4%). Sin embargo, es altamente factible que los precios de alimentos y regulados sean golpeados por el fenómeno de El Niño, que hizo su aparición desde mediados del año pasado y cuyos efectos, vía una reducción del volumen de lluvias y cambios en temperaturas, se empezaron a sentir en algunos precios desde finales de 2009.

El impacto de El Niño sobre los precios no ha sido homogéneo en el pasado, habiendo dependido también de otros factores como el comportamiento del tipo de cambio, los precios internacionales de materias primas y alimentos y el estado de la demanda. En situaciones similares a la actual, en las que no



se esperan presiones en los precios internacionales ni en el tipo de cambio, y cuando la demanda se encuentra debilitada, ha sido la norma observar un impacto transitorio sobre los precios, en especial de los de alimentos. Una combinación similar de eventos se presentó en otros episodios de El Niño como los de 1977-1978, 1991-1992 y 1997-1998. En aquellas ocasiones la inflación al consumidor recibió un golpe transitorio que se concentró en el segundo año, pero que no se prolongó hacia los siguientes años.

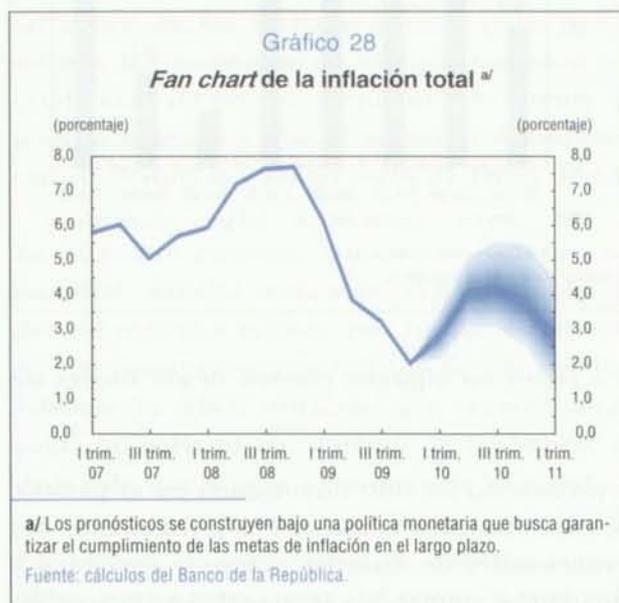
Si se repite el patrón registrado en aquellas ocasiones, los precios de los alimentos, especialmente de los perecederos, deberán aumentar en la primera mitad del año hasta mediados del tercer trimestre, y reducirse rápidamente hacia finales de 2010 y comienzos de 2011; por consiguiente, las variaciones de precios retornarían a niveles bajos. Algo similar, aunque menos marcado, podría suceder con las tarifas de los servicios públicos si El Niño ocasiona aumentos en los costos de generación eléctrica por la necesidad de sustituir las fuentes hídricas por térmicas.

De acuerdo con estimaciones efectuadas por el Banco de la República, El Niño podría producir una elevación de la inflación al consumidor hasta septiembre que, aunque importante, no la dejaría por encima del rango meta. El resultado final dependerá de qué tan prolongado y fuerte termine siendo el fenómeno y de si surgen otras presiones no previstas sobre precios (Gráfico 28).

Para 2010 se proyectan otros choques de oferta que se originarían en el aumento de algunos impuestos indirectos, en la nivelación de tarifas de energía eléctrica en varias regiones, en la actualización del precio de los combustibles y el transporte público

y en incrementos en los precios de la educación privada por encima de la meta según lo autorizado por el Gobierno. Estos pequeños choques no representarían un riesgo importante para el cumplimiento de la meta.

Hasta febrero la inflación al consumidor había presentado una tendencia alcista menos pronunciada que la prevista, situándose en 2,1% (gráficos 19, 20 y 21). Como se esperaba, en lo corrido del año las presiones han



provenido principalmente de los regulados y de los alimentos, aunque en este último caso las alzas habían sido menores que las pronosticadas y la variación anual se mantenía en terreno negativo (-0,1%). En el caso de los transables y los no transables sin alimentos ni regulados las variaciones anuales continuaron disminuyendo gracias a las pocas presiones cambiarias, a la baja utilización de capacidad instalada del aparato productivo y a las bajas expectativas de inflación. Con esto, los resultados se han ajustado más a las previsiones.

Ahora bien, como es usual a todo pronóstico, el actual tiene un margen de incertidumbre, pues no todos los riesgos pueden ser identificados con claridad. Para 2010 el riesgo principal podría provenir de aumentos mayores que los previstos en los precios internacionales de las materias primas y en el tipo de cambio. Una situación como ésta tendería a presionar los precios internos y a prolongar las alzas generadas por El Niño en alimentos y regulados más allá de 2010 y comienzos de 2011. En este caso, las posibilidades de que la inflación supere el techo de la meta aumentan en forma importante.

Un riesgo a la baja se origina en la situación del comercio con Venezuela y su efecto sobre el crecimiento interno. En los escenarios de mayor reducción en las exportaciones y ante pocas posibilidades de sustitución de mercados, los precios de transables, no transables e incluso alimentos presentarían ajustes menores o inclusive reducciones que no se contemplan en los pronósticos. Algo de esto se observó en enero y febrero cuando se mantuvo la caída en los precios de la carne y de algunos alimentos procesados. En este escenario aumenta la probabilidad de que la inflación se sitúe en la parte inferior del rango meta.

C. Mercado laboral

El año 2009 estuvo caracterizado por un deterioro del mercado laboral asociado con la menor actividad económica. Como consecuencia, el ingreso de los hogares y la estabilidad del empleo se vieron afectados, llevando a agentes distintos al jefe de hogar a participar en el mercado laboral. Por esta razón, durante el año la tasa de desempleo (TD) aumentó, producto de una oferta laboral que desbordó a la demanda. Así mismo, aunque el empleo creció, la calidad del mismo pudo verse afectada, como lo indica un posible aumento de la informalidad.

A lo largo del año la TD aumentó como consecuencia de un incremento en la oferta laboral (medida con la tasa global de participación) que no fue compensado por el aumento en la demanda¹⁷ (medida por la tasa de ocupación).

¹⁷ Esta situación es común para todos los dominios de la GEIH (total nacional, resto [también denominado área rural], cabeceras y, dentro de ellas, las trece áreas metropolitanas principales). Sin embargo, dada la mejor calidad en la información disponible, en este informe se hará especial énfasis en las trece áreas principales.



Dicha situación no cambió en el primer mes de 2010 (Gráfico 29). Adicionalmente, el mercado laboral mostró signos de deterioro en cuanto a la calidad del empleo creado y a las características y duración de la desocupación.

Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), el incremento de la TD comenzó en 2008, coincidiendo con una desaceleración de la actividad productiva. En el primer trimestre de 2009 el aumento se profundizó, haciendo que, en promedio, entre enero y marzo la TD llegara a 12,9% en el total nacional y a 14% en las trece áreas principales. Durante el segundo trimestre del año 2009 la TD presentó una ligera estabilización, pero en el tercero y cuarto trimestres el desempleo volvió a elevarse, llegando en promedio entre octubre y diciembre a 11,3% en el total nacional y a 12,3% en las trece ciudades (cifras superiores en 0,8 pp y 1,5 pp con respecto al cuarto trimestre de 2008). En enero de 2010 la TD se ubicó en 14,6% en el total nacional y en 15,3% en las trece áreas, cifras que,

aunque son altas, representan un incremento anual menor al observado en todo 2009 (Cuadro 8). El Gráfico 30 ilustra el deterioro del desempleo (utilizando la TD desestacionalizada¹⁸) entre 2008 y el último trimestre de 2009.

¹⁸ 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 es conveniente analizar las series desestacionalizadas.

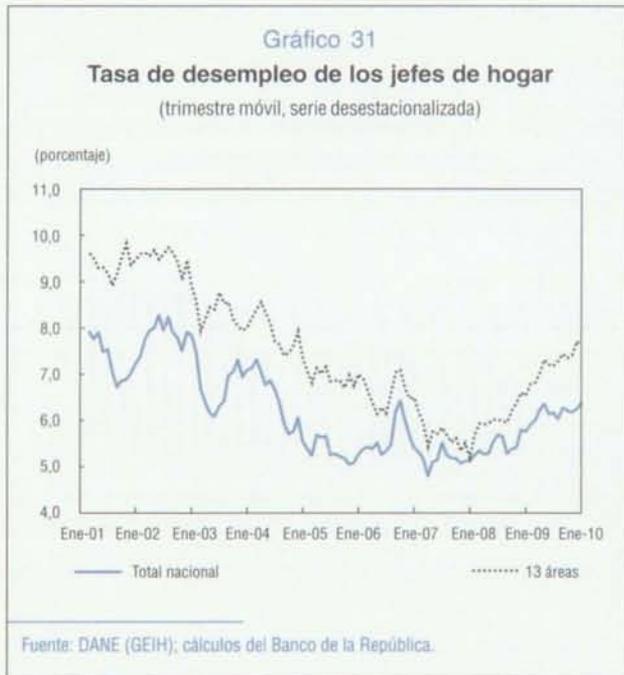
Cuadro 8
Tasa de desempleo

	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Enero de 2010
Total nacional					
2008	12,1	11,1	11,4	10,5	
2009	12,9	11,7	12,2	11,3	14,2
2010					14,6
Trece áreas					
2008	12,3	11,6	11,5	10,7	
2009	14,0	12,8	13,0	12,3	14,9
2010					15,3

Fuente: DANE (GEIH).

En enero se corrobora la desaceleración de la TD, y su valor desestacionalizado descendiendo ligeramente.

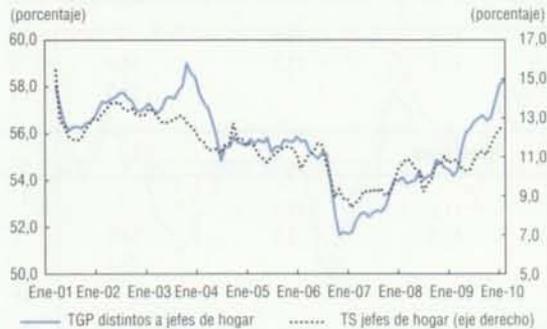
La participación laboral en Colombia ha estado determinada por la estabilidad del empleo del jefe de hogar y por los ingresos de los hogares, factores que se vieron afectados en 2009. Esta situación se viene presentando desde 2007, cuando la TD de los jefes de hogar comenzó a aumentar significativamente, tanto en el total nacional como en las trece áreas (Gráfico 31). Una vez se ve amenazada la estabilidad y calidad del empleo del jefe de hogar, los sujetos que de él dependen tienden a abandonar sus actividades normales para salir a buscar trabajo. Esta situación parece haberse exacerbado en 2009, como lo muestra la relación directa entre la tasa de subempleo (TS) de los jefes de hogar y la participación laboral de las personas distintas al jefe de hogar (Gráfico 32).



Así mismo, una caída de los ingresos del hogar tiende a incrementar la oferta laboral. De acuerdo con la información registrada hasta el tercer trimestre de 2009, y a pesar de la contribución que tuvo el descenso en la inflación

Gráfico 32

Tasa de subempleo (TS) de jefes de hogar frente a la tasa global de participación (TGP) de agentes distintos al jefe de hogar
(trece áreas, trimestre móvil, serie desestacionalizada)



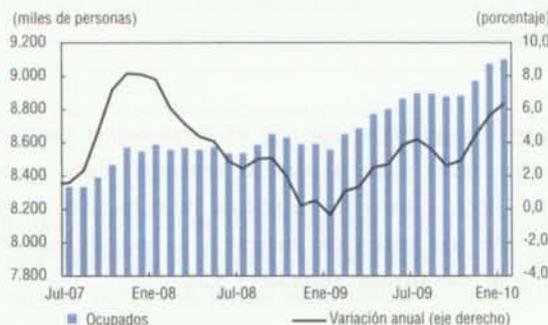
Nota: la TS corresponde a la tasa de subempleo objetivo.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 33

A. Ocupados total nacional
(trimestre móvil, serie desestacionalizada)



B. Ocupados trece áreas
(trimestre móvil, serie desestacionalizada)



Nota: la TS corresponde a la tasa de subempleo objetivo.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

a los ingresos reales de los hogares, éstos se vieron afectados tanto por la reducción en la actividad económica como por una disminución en el número de horas trabajadas¹⁹. Para el cuarto trimestre del año la aceleración de la tasa global de participación da indicios de que los ingresos de los hogares continúan afectados; por tanto, el crecimiento de la oferta laboral en lo corrido del año se explicaría principalmente por cuenta de trabajadores secundarios o adicionales que entran al mercado con el fin de estabilizar el ingreso familiar.

Como se mencionó, la creciente oferta laboral no fue absorbida en su totalidad por la economía, a pesar de que la demanda por trabajo se ha expandido. Según la GEIH, en el primer semestre de 2009 se dio un aumento significativo del número de ocupados, tanto los nacionales como en las trece áreas. Aunque el nivel se estancó en el tercer trimestre, se regresó a una tendencia creciente en el cuarto (Gráfico 33), cuando el número de ocupados creció a

¹⁹ Por ejemplo, el número de horas trabajadas de los asalariados sin educación superior presentó una contracción anual desde el segundo trimestre de 2009. Esto habría incidido en la reducción de sus ingresos, la cual se evidencia al examinar la mediana del ingreso total, que cayó 5,4% anual en el segundo trimestre y 1% anual en el tercero.

una tasa anual de 9,3% para el total nacional y de 5,6% para las trece principales áreas metropolitanas. En enero del presente año el empleo continuó incrementándose.

Sin embargo, al descomponer el empleo por tipo de ocupación se observa un deterioro en la calidad de éste, ya que mientras el empleo asalariado se estancó en el segundo semestre del año, el no asalariado creció fuertemente, en especial en el cuarto trimestre (Gráfico 34). Dado que este último tipo de ocupación es principalmente de cuenta propia —generalmente asociado con trabajos de menor calidad y estabilidad y con poco acceso a la seguridad social—, se presume que la informalidad aumentó en Colombia durante el año 2009. Por su parte, la dinámica del empleo asalariado fue consistente con la menor actividad económica observada en el año y con el incremento de los salarios reales producto de la caída en la inflación, especialmente hacia la segunda mitad de 2009 y enero de 2010 (Gráfico 35).

Adicionalmente, si se desagrega el número de ocupados por nivel de educación, se encuentra que la totalidad del empleo creado hasta el tercer trimestre del año se concentró en los trabajadores de baja calificación, es decir, aquellos

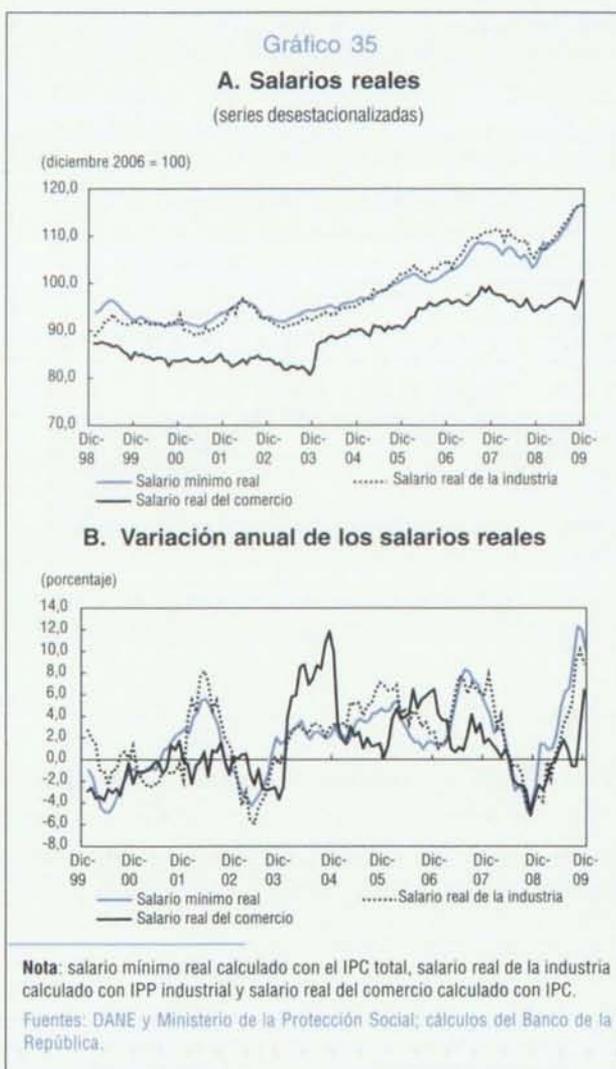
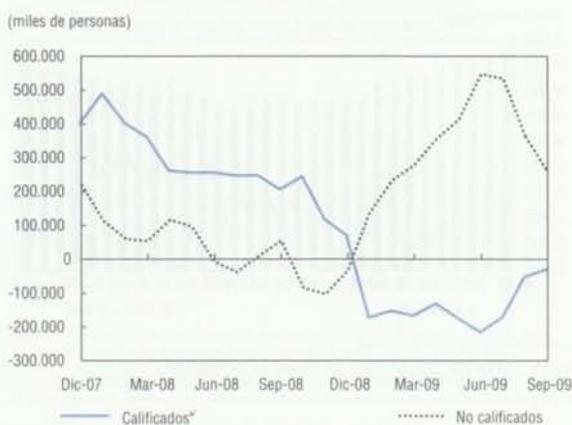


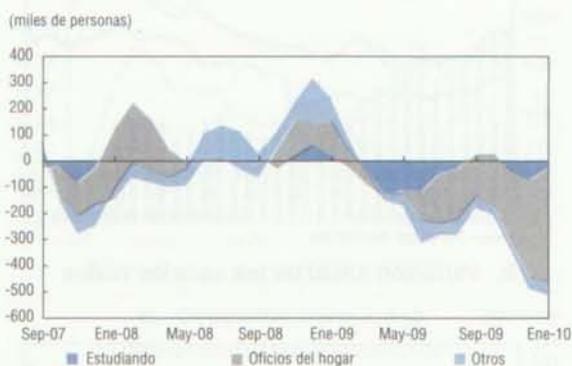
Gráfico 36
Variación anual de ocupados
 (trece áreas, trimestre móvil)



a/ Con educación superior.

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

Gráfico 37
Variación anual de inactivos
 (trece áreas, trimestre móvil)



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

con menos de doce años de educación. Por el contrario, la ocupación calificada decreció en el mismo período, como lo muestra la variación anual del número de ocupados por calificación (Gráfico 36).

Más allá de los problemas en la calidad del empleo, existen otros indicios del deterioro en las condiciones del mercado laboral. En primer lugar, la naturaleza de la nueva participación laboral no es alentadora, ya que esta nueva masa de trabajadores corresponde a estudiantes o personas que venían realizando oficios en el hogar²⁰. Así, mientras que en el primer semestre de 2009 hubo un flujo importante de estudiantes que entraron al mercado laboral, hecho que perjudica la acumulación de capital humano, durante la segunda mitad del año y en el comienzo de 2010 el incremento de la fuerza de trabajo se concentró en personas que dejaron de realizar oficios en el hogar (Gráfico 37). La experiencia en Colombia ha mostrado que el flujo de oferentes que

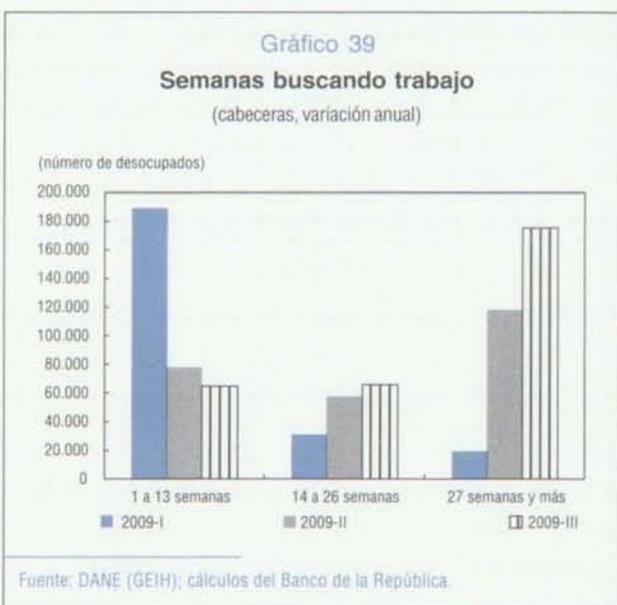
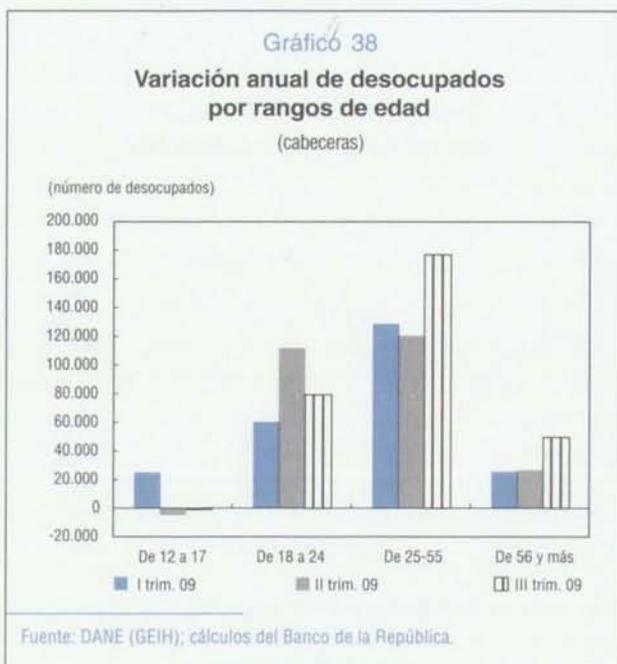
proviene de los oficios del hogar suele encontrar trabajo en la informalidad y que su retorno a la inactividad toma varios trimestres. Lo anterior es afín con la hipótesis de que en 2009 la informalidad se incrementó, por lo que cabría esperar que la participación laboral de este segmento de la población

²⁰ Tal como lo muestra para las trece áreas la variación anual negativa del número de personas inactivas (aquellas que, en edad de trabajar, no están ocupadas porque no necesitan, no pueden o no están interesadas en tener actividad remunerada). Una variación negativa implica que personas a las que no les interesaba o no necesitaban participar en una actividad productiva comenzaron a ofrecer su trabajo.

continúe siendo elevada en el mediano plazo, manteniendo presión sobre el desempleo.

En segundo lugar, al descomponer el desempleo por rangos de edad, el mayor incremento en el número de desocupados se dio en el grupo de personas mayores de 25 años. Es así como en los primeros tres trimestres de 2009 el incremento absoluto en el número de desempleados entre 25 y 55 años fue significativamente mayor al observado en los otros rangos de edad (Gráfico 38). Más aún, al calcular la variación porcentual se observa que el grupo de la población en el que más aumentó el número de desocupados en proporción a su tamaño fue el de las personas mayores de 56 años.

En tercer lugar, el desempleo comenzó a concentrarse más en el de larga duración, también considerado desempleo estructural²¹. Así, mientras que en el primer trimestre de 2009 el número de nuevos desocupados se concentraba en aquellos que habían buscado trabajo entre una y trece semanas, en los siguientes dos trimestres los desempleados se fueron concentrando en el grupo que llevaba un número mayor de semanas de búsqueda. De esta manera, en el tercer trimestre una gran proporción de los desocupados había buscado trabajo por más de 27 semanas (es decir, más de seis meses) (Gráfico 39). Dado que usualmente las personas que perduran

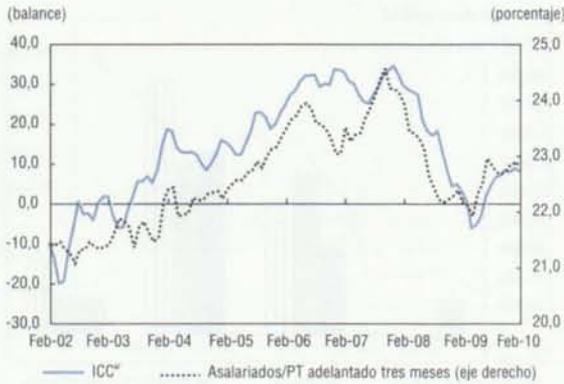


²¹ El cambio anual en el número de semanas de búsqueda de empleo da indicios sobre la duración del desempleo.

Gráfico 40

Asalariados como proporción de la población total (PT) e ICC^{a/}

(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



a/ Índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo.

Fuente: DANE y Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

en el desempleo encuentran mayor dificultad para emplearse, y puesto que tienden a perder su calificación con el tiempo, esto podría impactar negativamente la productividad laboral de la economía.

Finalmente, la relación entre el índice de confianza del consumidor (ICC) de Fedesarrollo y el número de trabajos asalariados por habitante en las trece áreas (el cual lidera con tres meses de rezago al ICC) sugiere que a comienzos de 2009 la confianza del consumidor se vio

afectada por una falta de acceso a trabajos de calidad (Gráfico 40). Aunque en el tercer trimestre la confianza se recuperó junto con un incremento en los asalariados por habitante, a finales del año 2009 y en enero de 2010 ambas variables se encontraban muy por debajo de los niveles del período 2006-2008. Este débil comportamiento del mercado laboral podría ser un obstáculo para la recuperación del consumo en el corto y mediano plazos.

D. Política monetaria y sector financiero

1. Decisiones de política monetaria en 2009

En el último trimestre de 2008 se hizo evidente la fuerte caída de la economía mundial. Luego de la quiebra de Lehman Brothers, la mayoría de los países comenzaron a presentar reducciones importantes en su crecimiento económico y en el caso de las economías desarrolladas caídas significativas en su PIB.

En Colombia uno de los canales mediante los cuales se transmitió la crisis internacional fue la pérdida de confianza, tanto de las familias como de las empresas, hechos que redujeron el consumo y la inversión, y debilitaron la actividad productiva, en especial de la industria y el comercio. El impacto de la crisis también se dio por medio de la menor dinámica de las exportaciones, de los términos de intercambio y de las remesas. De esta forma, a finales de 2008 los indicadores económicos del país mostraban debilidad en la demanda agregada, al tiempo que los pronósticos de inflación reflejaban

que esta variable descendería hacia la meta establecida para 2009 (entre 4,5% y 5,5%).

Por lo anterior, la JDBR decidió realizar un cambio en la postura de la política monetaria, al dar inicio a una fase de reducción de la tasa de interés de referencia. Así, en diciembre de 2008 la tasa de interés de repos a un día se redujo en 50 pb y se fijó en 9,5%. Entre enero y noviembre de 2009 hubo reducciones secuenciales de 600 pb; así, se pasó de 9,5% a 3,5%. El ritmo de descenso en la tasa de interés de referencia fue más acelerado en la primera mitad de 2009 (500 pb), período en el cual el PIB registraba caídas anuales y la inflación disminuía de manera consecutiva y más de lo esperado²². En la segunda mitad del año la reducción en la tasa de interés de referencia fue de 100 pb²³.

Las anteriores decisiones se sustentaron en una inflación que continuaba disminuyendo de manera persistente, así como en las menores presiones inflacionarias, resultado de la debilidad de la demanda interna y externa, de las menores expectativas de inflación y de la caída de los precios internacionales de los productos básicos. En el segundo semestre, además de lo anterior, se dio una corrección de la fuerte depreciación del tipo de cambio observada en la primera parte de 2009, y la cartera en moneda nacional seguía desacelerándose, especialmente la de consumo y la comercial. Así mismo, Venezuela presentó una caída en su demanda interna e incrementó las restricciones a las importaciones. Todo esto llevó a pensar que la recuperación de la actividad económica en Colombia iba a ser lenta.

El anterior panorama contribuyó para que se tomara otra decisión importante. En octubre de 2009 la JDBR fijó la meta de inflación para 2010 en la de largo plazo: entre 2% y 4%, con 3% como meta puntual para efectos legales. En su comunicado la JDBR expresó que las condiciones de la economía permitirán que en lo sucesivo la inflación se sitúe en este rango. En materia de liquidez, también dispuso que la mayor parte de la expansión monetaria de fin de 2009 se hiciera mediante la compra de dólares o de TES por un monto de tres billones de pesos.

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión del 26 de febrero del presente año decidió reanudar la acumulación de reservas internacionales. El 3 de marzo se informó que se efectuarían compras diarias de US\$20 m mediante subastas competitivas a lo largo del presente semestre. La medida responde a indicios de desalineamiento de la tasa de cambio.

²² El cronograma de reducción de tasas en el primer semestre de 2009 fue: 50 pb en enero; 100 pb en cada ocasión en febrero, marzo, abril y mayo, y 50 pb en junio. De esta forma, a finales de junio de 2009 la tasa de interés de referencia se situaba en 4,5%.

²³ Dos reducciones de 50 pb, una en septiembre y otra en noviembre, pasando de 4,5% a 3,5%.

2. Comportamiento de las tasas de interés en 2009

a. Tasa de interés de intervención y tasa de interés interbancaria (TIB)

Como se mencionó, durante 2009 la tasa de interés de intervención del Emisor se redujo en 600 pb, al pasar de 9,5% en diciembre de 2008 a 3,5% en noviembre de 2009. Aunque esta reducción se transmitió a la TIB, a finales de 2009 el nivel de esta última fue 45 pb inferior al de la tasa de interés

del Banco de la República (Gráfico 41). La posición deudora neta del Banco con el sistema financiero y las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje deshabilitadas explican la mayor parte de este comportamiento²⁴ (Gráfico 42). Por lo anterior, con el fin de acercar el nivel de la TIB a la tasa de política, desde enero de 2010 se abrieron nuevamente estas subastas, con lo cual la desviación de la TIB se corrigió de manera importante (14 pb en promedio entre febrero y marzo)²⁵.



b. Tasas de interés pasivas

Durante 2009 la reducción de 600 pb de la tasa de interés de política se transmitió de forma casi completa a las tasas de interés pasivas del mercado²⁶ (Gráfico 43). En

²⁴ Este mismo episodio se produjo a finales de diciembre de 2008 cuando el Banco de la República también mantuvo una posición deudora neta con el sistema financiero y la TIB se situó por debajo de la tasa de interés de referencia en cerca de 67 pb.

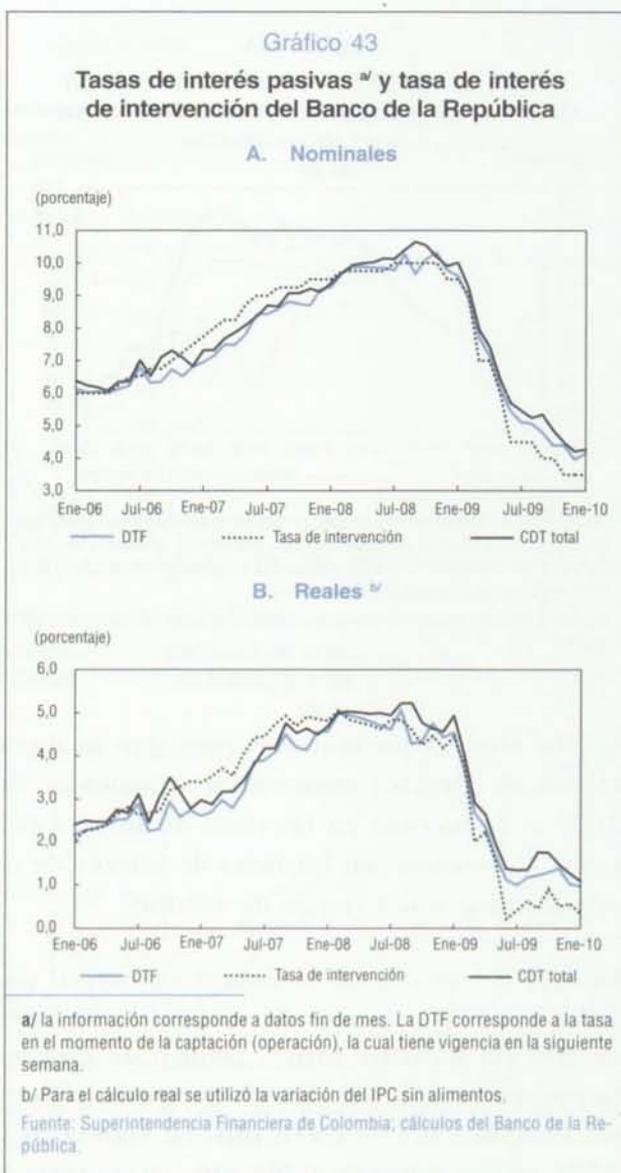
²⁵ Este promedio se calculó para los días hábiles entre el 1 de febrero y el 24 de marzo.

²⁶ Para calcular el cambio anual de las tasas de interés de captación y

dicho año las tasas de interés DTF y de captación de CDT se redujeron en 581 pb y 569 pb, respectivamente²⁷. A finales de 2009 la primera se ubicó en 3,92% y la segunda en 4,21%²⁸.

c. Tasas de interés activas

La tasa promedio de interés de crédito se redujo a un mayor ritmo que la tasa de referencia del Emisor. Este hecho se explicó, principalmente, por la fuerte desaceleración de las tasas de interés de créditos comerciales y, en menor medida, por la reducción en las asignadas a préstamos a los hogares (consumo e hipotecario). La caída en la inflación como en sus expectativas también contribuyeron a este comportamiento. Así, el 30 de diciembre de 2009 la tasa promedio de colocación²⁹ se situó en 9,63%, lo que implicó una reducción de 818 pb en comparación con el registro de un año atrás (Gráfico 44A).



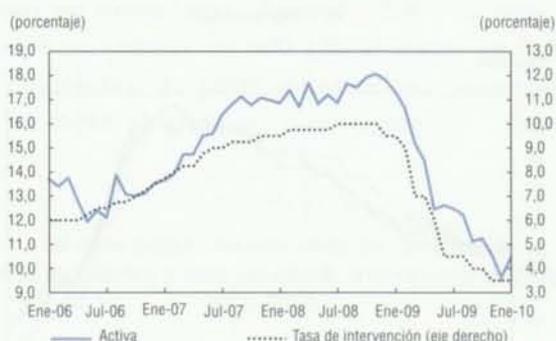
colocación, se utiliza el 1 de enero de 2009 como el cierre anual de 2008 y el 2 de enero de 2010 como el cierre anual de 2009.

²⁷ La DTF corresponde a la tasa de captación de CDT a noventa 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 todos los establecimientos de crédito a la Superintendencia Financiera de Colombia.

²⁸ La DTF del 30 de diciembre es la vigente para la semana siguiente (del 4 al 10 de enero de 2010).

²⁹ La tasa de interés activa calculada por el Banco de la República se obtiene como el promedio ponderado por monto de las tasas de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso. Dentro de este cálculo no se incluye la información de las tasas de interés de las tarjetas de crédito, de los créditos de vivienda (constructor y adquisición), ni del microcrédito.

Gráfico 44A
Tasas de interés nominales de intervención del Banco de la República y activa del sistema ^{a/}



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

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

Por modalidad de crédito, en 2009 los préstamos comerciales fueron los que presentaron la mayor reducción en sus tasas de interés, explicada, en parte, por una base de comparación elevada debido a la crisis financiera internacional. En efecto, a finales de 2008 la quiebra de Lehman Brothers incrementó la percepción de riesgo mundial; así, las grandes empresas exportadoras se enfrentaron a una mayor incertidumbre sobre la disponibilidad de financiamiento. Estos hechos, a los cuales Colombia

no fue ajena, contribuyeron para que se diera un incremento en las tasas de interés de créditos comerciales a finales de 2008. Así las cosas, a lo largo de 2009 la reducción en las tasas de interés de créditos comerciales obedeció tanto al descenso en las tasas de interés de referencia del Emisor, como a la normalización del riesgo de crédito.

La tasa de interés de la cartera comercial pasó de 16,85% en diciembre de 2008 a 8,55% a finales de diciembre de 2009, completando una reducción de 830 pb (Gráfico 44B)³⁰. Dentro de esta modalidad, en el mismo período la tasa de interés del crédito de tesorería fue la que más disminuyó, al pasar de 15,65% a 6,47% (-918 pb). Le siguieron las de los créditos preferencial (-786 pb) y ordinario (-784 pb), cuyas tasas bajaron en su orden de 15,56% a 7,70% y de 17,85% a 10,01%.

En 2009 las tasas de interés asignadas a los préstamos a los hogares también disminuyeron, pero a un menor ritmo que la tasa de interés de referencia. En diciembre de 2009 la tasa de interés de los créditos de consumo³¹ se ubicó en 20,23%, nivel inferior en 530 pb a lo registrado un año atrás. La de las tarjetas de crédito³² disminuyó 534 pb, y se situó a finales de diciembre

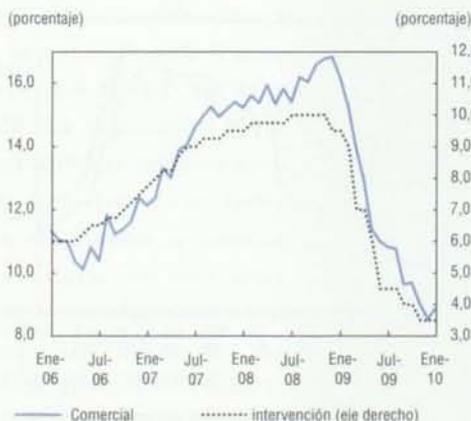
³⁰ Debido a la alta rotación del crédito de tesorería su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

³¹ Sin incluir tarjetas de crédito.

³² Sin incluir compras a un mes ni avances en efectivo.

Gráfico 44B

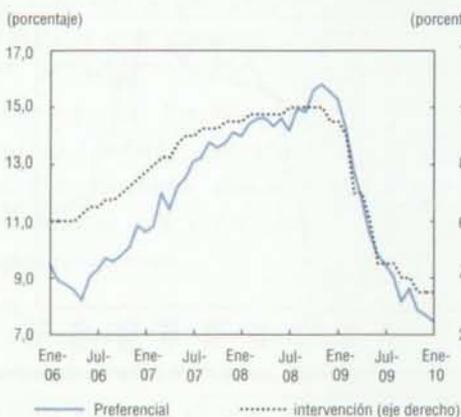
B1. Tasas de interés nominales de créditos comerciales y de intervención del Banco de la República ^{a/}



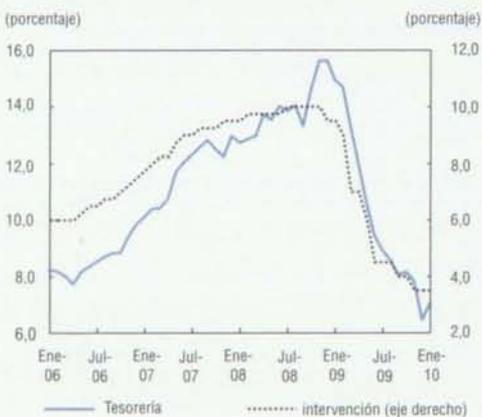
B2. Tasas de interés nominales de créditos ordinarios y de intervención del Banco de la República ^{a/}



B3. Tasas de interés nominales de créditos preferenciales de intervención del Banco de la República ^{a/}



B4. Tasas de interés nominales de créditos de tesorería y de intervención del Banco de la República ^{a/}



a/ Datos a fin de mes monetario.

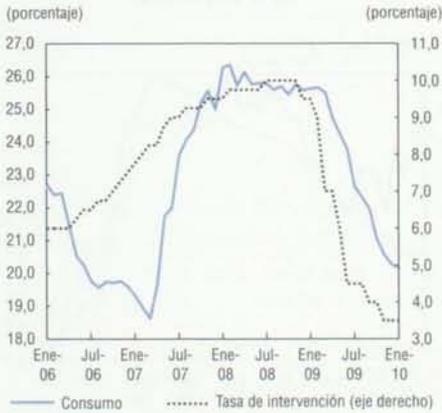
b/ La tasa de interés no incluye compras a 1 mes ni avances en efectivo.

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

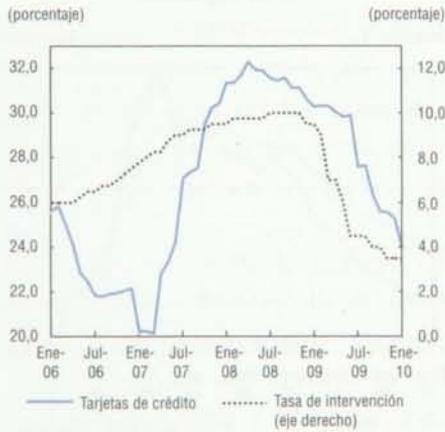
del año pasado en 25,21% (Gráfico 44C). Con respecto a la tasa de interés de los créditos de vivienda, su reducción fue de 352 pb, al pasar de 17,45% en diciembre de 2008 a 13,93% en el mismo mes de 2009 (Gráfico 44D). Finalmente, la tasa de interés de microcrédito mantuvo, en promedio, niveles similares a los observados en 2008, constituyéndose en el tipo de cartera cuya tasa de interés no respondió a las reducciones en la tasa de interés de referencia del Emisor (Gráfico 44D).

Gráfico 44C

C1. Tasas de interés nominales de créditos de consumo y de intervención del Banco de la República ^{a/}



C2. Tasas de interés nominales de créditos de tarjeta de crédito y de intervención del Banco de la República

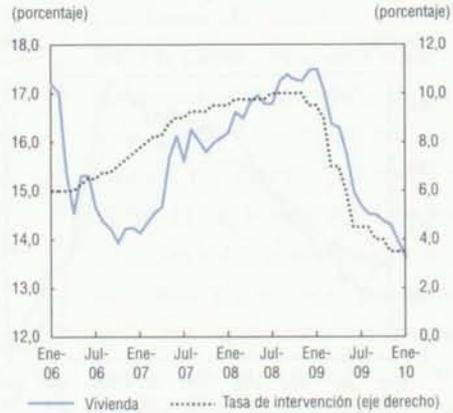


a/ La tasa de interés no incluye compras a 1 mes ni avances en efectivo.

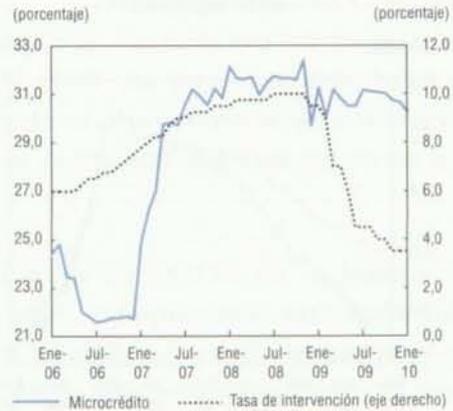
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 44D

D1. Tasas de interés nominales de créditos de vivienda y de intervención del Banco de la República ^{a/b/}



D2. Tasas de interés nominales de microcréditos y de intervención del Banco de la República ^{b/}



a/ datos a fin de mes monetario.

b/ Corresponde a la tasa de interés de vivienda para adquisición diferente de VIS.

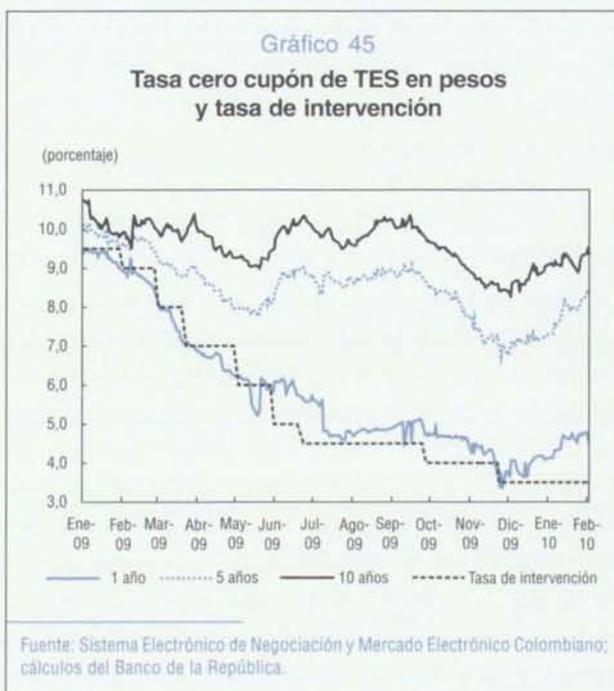
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE y Banco de la República.

3. Evolución del mercado de deuda pública local durante 2009

Durante el año 2009 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos cayeron en promedio 552 pb, 334 pb y 229 pb entre 1 y 2 años, entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años, respectivamente³³ (Gráfico 45).

³³ 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).

La valorización general de los TES, especialmente los de corto plazo, se presentó a medida que los agentes del mercado incorporaron las sucesivas disminuciones en la tasa de referencia por parte del Banco de la República. La reducción de las tasas también estuvo asociada con los datos de inflación que se dieron a conocer en el transcurso del año, los cuales resultaron inferiores a los esperados. Así mismo, las encuestas aplicadas por el Banco de la República, así como la evolución de la diferencia entre las tasas de los TES tasa fija y los TES UVR señalaban que durante año 2009 las expectativas de inflación disminuyeron.



La mejora en las percepciones de riesgo ante un ambiente internacional positivo también contribuyó al comportamiento a la baja de las tasas de los TES. Por ejemplo, durante 2009 los *credit default swaps* (CDS) de la deuda colombiana a 5 y 10 años registraron disminuciones de 166 pb y 172 pb, respectivamente.

En noviembre la disminución en las tasas se vio reforzada por las operaciones de manejo de deuda interna ejecutadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público con el propósito de anticipar de manera prudencial vencimientos del año 2010. También, por el aumento en la demanda de TES luego de que la JDBR anunciara que la mayor parte de la expansión monetaria de fin de año se atendería mediante la compra de dólares o de TES por un monto de \$3 billones (b).

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

En el esquema de manejo monetario actual el banco central se encarga de mantener la tasa de interés a un día al nivel que fija la JDBR, y otorga toda la liquidez que requieren los agentes a esa tasa. Ello significa que el comportamiento de la base monetaria está determinado principalmente por las necesidades de las familias y del sistema financiero en el mercado de liquidez

primaria, mientras que el de M3 por las decisiones de demanda de dinero de los agentes. Por su parte, el desempeño del crédito refleja las necesidades de gasto de los consumidores y las empresas.

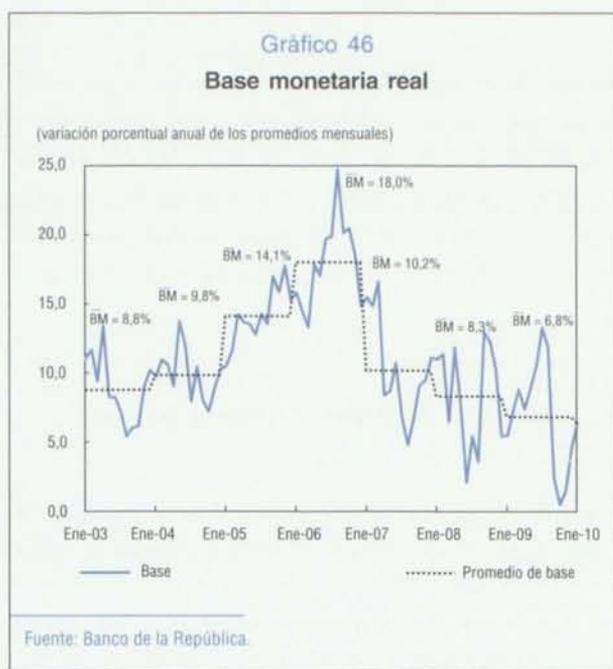
a. Base monetaria: usos y fuentes

i. Usos

En 2009 la base monetaria presentó una variación promedio anual de 11,4%, equivalente a 6,8% en términos reales (Gráfico 46). Esta variación real fue inferior en cerca de 1,5 pp a la observada en 2008 y es producto de la mayor demanda real por efectivo y del menor crecimiento real de la reserva bancaria.

Si bien el crecimiento nominal promedio de la demanda por efectivo en 2009 (8,8%) fue similar al observado en 2008 (8,6%), su variación real anual en 2009 fue 4,4%, es decir, 2,9 pp superior a del año anterior como resultado de la reducción de la inflación. En 2009 se presentó una desaceleración importante de la actividad económica que incidió negativamente en la demanda por efectivo, fenómeno que fue compensado por tasas de interés más bajas y por una menor inflación.

Por su parte, durante 2009 la reserva bancaria aumentó en promedio 16,7% en términos nominales (11,9% real), cifra inferior en 16,3 pp con respecto al crecimiento nominal observado en 2008 (12,4 pp de menor crecimiento real). Este menor crecimiento fue el resultado de las medidas de reducción de encaje que adoptó la JDBR para finales de 2008, lo que se tradujo en menores crecimientos del saldo de la reserva bancaria durante 2009.



ii. Fuentes de expansión de la base

La liquidez primaria de la economía es suministrada por el Emisor mediante operaciones con el resto de agentes, especialmente con las entidades financieras. El Banco inyecta liquidez a la economía cuando adquiere activos (por ejemplo TES o divisas) o presta recursos al sistema financiero. De forma inversa, el Emisor retira

liquidez cuando vende activos o permite constituir depósitos al sistema financiero en el Banco de la República.

Entre finales de 2008 y 2009 la base monetaria aumentó \$3.352 mm, con un crecimiento anual de 9,3%. De acuerdo con el Cuadro 9, las principales fuentes de suministro de esta liquidez en pesos durante 2009 fueron:

	2008					2009				
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total
I. Gobierno	(4.187)	271	2.936	4.539	3.559	(3.945)	(4.784)	2.474	6.424	169
Traslado de utilidades ^{a/}	1.415	0	0	0	1.415	0	0	0	0	0
Pesos	1.415				1.415					0
Depósitos en el Banco de la República	(5.602)	271	2.936	4.539	2.144	(3.945)	(4.784)	2.474	6.424	169
II. TES regulación	(147)	(993)	(0)	616	(524)	(501)	(20)	(4)	2.968	2.444
Compras definitivas	0	0	0	625	625	0	0	0	3.000	3.000
Ventas definitivas	(137)	(823)	0	0	(960)	(499)	0	0	0	(499)
Vencimiento	(10)	(170)	(0)	(9)	(189)	(1)	(20)	(4)	(32)	(57)
III. Operaciones de liquidez del Banco de la República	(1.571)	733	(5.077)	693	(5.221)	1.698	5.438	(4.362)	(3.068)	(293)
Expansión ^{b/}	(1.713)	1.102	(3.439)	193	(3.856)	1.194	4.484	(2.690)	(4.075)	(1.087)
Contracción	142	(369)	(1.638)	500	(1.365)	505	954	(1.672)	1.007	794
					0					0
IV. Divisas ^{c/}	505	1.346	2.404	(356)	3.899	(460)	369	355	0	265
Opciones <i>put</i> para control de volatilidad	505	422	0	5	932	429	369	355	0	1.154
Opciones <i>call</i> para control de volatilidad	0	0	0	(535)	(535)	(888)	0	0	0	(888)
Opciones de acumulación de reservas	0	798	0	0	798	0	0	0	0	0
Subasta compra directa	0	126	2.404	174	2.705	0	0	0	0	0
Intervención discrecional	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
V. Otros ^{d/}	275	466	890	434	2.065	242	190	193	142	766
Variación total de la base	(5.124)	1.823	1.154	5.925	3.778	(2.965)	1.194	(1.343)	6.466	3.352
Saldo de la base monetaria	27.290	29.114	30.268	36.193	36.193	33.228	34.422	33.078	39.545	39.545

^{a/} El 27 de febrero de 2009 las utilidades del Gobierno se giraron en dólares (US\$320,4 mm, es decir \$818,6 mm).
^{b/} Incluye repos a un día, *overnight* y a mediano plazo.
^{c/} No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.
^{d/} Dentro de otros se encuentra, principalmente, el efecto monetario del P y G del Banco de la República, así como el efecto monetario de los depósitos por endeudamiento y portafolio externos.
Fuente: Banco de la República.

1. Compras netas definitivas y el vencimiento de TES en poder del Banco de la República, que totalizaron \$2.444 mm. Dentro de este valor se incluyen las compras por \$3 b que el Banco de la República realizó en el mercado a finales de 2009, como parte del programa de suministro de la liquidez de fin de año anunciado por la JDBR en octubre pasado.
2. Compras netas de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario por \$265 mm (US\$171 m) por medio del ejercicio de opciones *put* (compras de divisas) y *call* (ventas de divisas) para el control de la volatilidad del tipo de cambio.
3. Reducción de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República por \$169 mm.
4. Otros factores explicaron un incremento de \$766 mm, entre los que se encuentra principalmente el efecto neto expansionista de las operaciones del P y G del Banco de la República.

La expansión anterior fue compensada parcialmente por la menor liquidez otorgada por el Emisor en operaciones con el sistema financiero (\$293 mm). En particular, el saldo anual de repos se redujo en \$1.087 mm en diciembre de 2009 y el de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje fue inferior en \$794 mm.

b. Fuentes y usos del sistema financiero

i. Fuentes

Las principales fuentes de financiación del sistema financiero (o pasivos sujetos a encaje [PSE]) son los ahorros, las cuentas corrientes y los CDT que tienen las familias, las empresas y el Gobierno en los establecimientos de crédito³⁴. Dichos establecimientos utilizan estos depósitos o PSE para otorgar crédito o para invertirlos en títulos públicos (TES) o privados. Como se explicará con mayor detalle en esta sección, en 2009 el aumento de las captaciones del sistema financiero fue utilizado principalmente para la compra de inversiones y, en menor medida, para el incremento de la cartera.

En 2009 los PSE aumentaron \$12.706 mm, equivalente a una tasa de crecimiento anual de 8%. El instrumento de captación menos dinámico fueron los CDT, con una reducción anual de 1,4%, cuando en 2008 habían crecido 36,7%. De otra parte, en 2009 las captaciones de bonos y cuentas corrientes fueron las de mayor crecimiento, con variaciones anuales de 39,4% y 10,9%,

³⁴ Otras fuentes de financiamiento del sistema financiero son, por ejemplo, la emisión de bonos y los créditos de corto plazo adquiridos con el Banco de la República mediante repos.

respectivamente, superiores, en su orden, en 5,5 pp y 5,3 pp frente a 2008. Finalmente los depósitos en cuentas de ahorro presentaron una variación anual de 9,7% en 2009, similar a la observada un año atrás (Cuadro 10).

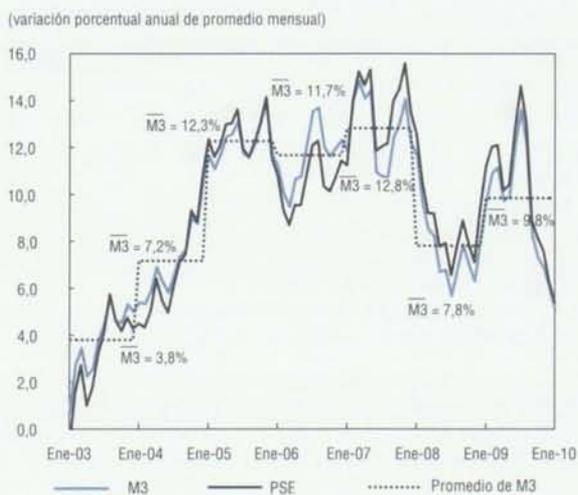
El comportamiento de los PSE y la mayor dinámica del efectivo contribuyeron a explicar el crecimiento anual del M3 de 7,6% en 2009 (9,8% en términos reales) (Gráfico 47).

En el Cuadro 11 se presentan las cifras del M3 discriminadas entre los sectores privado y público. Con cierre a diciembre de 2009 el crecimiento anual de M3 privado fue 8,6% y el del público 3%. Al comparar estos resultados con las variaciones promedio en el año, se observa una desaceleración importante en la última parte del año.

ii. Usos

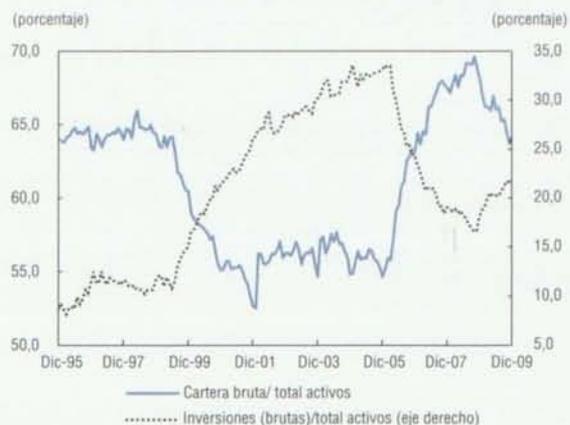
En 2009 se presentó una recomposición de los activos de los establecimientos de crédito, favoreciendo el aumento en el saldo de las inversiones (Cuadro 10 y Gráfico 48). En particular, este saldo presentó una variación anual de \$11.657 mm (30,8%), mientras que el aumento en el saldo de la cartera bruta en moneda nacional fue de \$5.843 mm (4,2%). Tanto el incremento de las inversiones como el de la cartera fue financiado por los mayores PSE (\$12.706 mm) y por las utilidades de los establecimientos de

Gráfico 47
Agregado amplio M3 real



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 48
Participación porcentual de las inversiones brutas y de la cartera (bruta) en el total de los activos de los establecimientos de crédito



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

Cuadro 10
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito ^{a/}
(miles de millones de pesos)

	Saldos fin de			Variación anual absoluta		Variación porcentual anual	
	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-08	Dic-09	Dic-08	Dic-09
Saldos							
Activo							
Posición propia de contado ^{b/}	3.315	1.708	1.246	(1.758)	(328)	(53,0)	(19,2)
Reserva bancaria	10.075	11.580	13.755	1.505	2.175	14,9	18,8
OMA pasivas del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	221	1.677	746	1.456	(931)	658,1	(55,5)
Total cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda nacional	117.600	138.607	144.450	21.007	5.843	17,9	4,2
Cartera bruta	106.675	126.046	131.149	19.371	5.104	18,2	4,0
Cartera bruta de <i>leasing</i>	10.925	12.561	13.301	1.636	740	15,0	5,9
Inversiones	34.262	37.905	49.561	3.642	11.657	10,6	30,8
Otros activos netos (OAN) ^{c/}	(25.910)	(30.601)	(37.625)	(4.539)	(7.158)	17,5	23,4
Total	139.564	160.877	172.134	21.313	11.257	15,3	7,0
Pasivo							
Repos con el Banco de la República	5.300	1.889	441	(3.411)	(1.448)	(64,4)	(76,7)
PSE	134.264	158.987	171.693	24.724	12.706	18,4	8,0
Ahorros	54.707	59.933	65.748	5.226	5.815	9,6	9,7
Cuentas corrientes	23.022	24.313	26.967	1.291	2.654	5,6	10,9
GDT	43.990	60.130	59.312	16.140	(818)	36,7	(1,4)
Depósitos fiduciarios	3.471	3.320	4.044	(150)	723	(4,3)	21,8
Depósitos a la vista	2.754	2.691	3.554	(63)	863	(2,3)	32,1
Bonos	6.161	8.251	11.502	2.089	3.251	33,9	39,4
Repos con el sector real	158	350	567	192	217	121,5	62,1
Total	139.564	160.877	172.134	21.313	11.257	15,3	7,0

a/ Para el cálculo de las variaciones anuales se tomaron los siguientes cierres: 2008: 1 de enero de 2009, y 2009: 2 de enero de 2010. De las entidades financieras especiales incluye Bancoldex y Findeter.

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

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

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

crédito, que ascendieron a \$5.568 mm en 2009. En estas últimas se contabilizaron utilidades³⁵ netas por la valoración de inversiones de \$3.664 mm.

El saldo de la cartera bruta en moneda nacional de los establecimientos de crédito aumentó en \$5.843 mm en 2009. No obstante, si se incluyen los

³⁵ Las utilidades están incorporadas dentro de los otros activos netos (OAN). En particular, aquellas se registran en el patrimonio de las entidades y este último dato entra con un valor negativo en el saldo de los OAN.

Cuadro 11
Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado
(miles de millones de pesos)

	Saldos a diciembre		Variación porcentual
	2008	2009	
M3 privado	153.786	166.938	8,6
Efectivo	24.371	25.688	5,4
PSE	129.415	141.250	9,1
Cuentas corrientes	18.012	19.829	10,1
CDT	56.313	55.975	(0,6)
Ahorro	45.168	51.868	14,8
Otros	8.313	12.237	47,2
M3 público	29.675	30.555	3,0
Cuentas corrientes	6.899	7.156	3,7
CDT	3.761	3.326	(11,6)
Ahorro	13.467	13.913	3,3
Otros	6.900	6.932	0,5
M3 total	183.461	197.492	7,6
Efectivo	24.371	25.688	5,4
PSE	159.090	171.804	8,0
Cuentas corrientes	24.911	26.984	8,3
CDT	60.074	59.301	(1,3)
Ahorro	58.635	65.781	12,2
Otros	15.470	19.738	27,6

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

castigos de cartera³⁶ y las mayores titularizaciones³⁷ dicha variación anual subiría a \$9.014 mm, equivalente a 6,5% anual.

Como se ha mencionado en informes anteriores, entre 2005 y 2007 se registró una fuerte expansión del crédito en moneda legal, período en el cual la cartera bruta total ajustada³⁸ creció en promedio anual al 23,4% (en términos nominales), registro que superó en más de dos veces al aumento del PIB nominal de dichos años. Esta expansión se dio con mayor fuerza en la cartera de consumo, con un crecimiento anual promedio en dicho lapso de 41,4%. Posteriormente, entre 2008 y 2009 la cartera bruta total entró en

³⁶ Esto se refiere al valor de la cartera retirada de los balances de las entidades cuando ellas la consideran incobrable o pérdida, de conformidad con las disposiciones legales vigentes. En 2009 su variación anual ascendió a \$1.997 mm.

³⁷ Corresponden a las ventas de este tipo de cartera que se le hacen a la Titularizadora Colombia y su valor se reduce de los balances de los establecimientos de crédito (véase nota a/ Cuadro 12). El saldo neto de las titularizaciones de cartera hipotecaria se incrementó cerca de \$1.173 mm durante 2009.

³⁸ El ajuste se hace sobre la cartera hipotecaria para incluir las titularizaciones.

una fase de desaceleración, registrando, en su orden, aumentos anuales promedio de 21,2% y 12,2%. En estos dos últimos años la cartera de consumo fue la que presentó la mayor caída en su ritmo, con crecimientos anuales promedio de 22,8% y 4,1%, respectivamente.

Al cierre de 2009 las mayores desaceleraciones de la cartera en moneda nacional se registraron en consumo y comercial, que en términos nominales reportaron variaciones anuales de 1,3% y 3,5%, respectivamente, frente a 12,2% y 20,4% un año atrás. Por otra parte, el crecimiento anual de la cartera hipotecaria ajustada con titularizaciones fue 18,2% en términos nominales, cifra 1,4 pp superior a la registrada un año atrás. Finalmente, el incremento nominal anual de la cartera de microcrédito fue 24,6% a finales del año pasado³⁹ (Cuadro 12).

En términos reales la cartera total continuó desacelerándose de manera importante, como venía ocurriendo desde comienzos de 2007. En 2009 el crecimiento real anual promedio de la cartera bruta fue de 5,1% y a diciembre era de 0,4%, cifras inferiores en 8,1 y 9,0 pp frente a los registros de un

Cuadro 12
Cartera bruta del sistema financiero^{a/}

	Saldo en miles de millones de pesos, fin de diciembre de			Crecimiento porcentual anual, fin de diciembre de		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Según balances de los establecimientos de crédito						
A. Moneda nacional (m/n)	117.600	138.607	144.450	25,1	17,9	4,2
Comercial	69.527	83.730	86.681	20,9	20,4	3,5
Consumo	36.225	40.649	41.198	35,8	12,2	1,3
Hipotecaria	9.866	11.144	12.730	24,0	12,9	14,2
Microcrédito	1.982	3.083	3.842	17,6	55,6	24,6
B. Moneda extranjera (m/e)	6.553	7.550	4.720	70,9	15,2	(37,5)
Total (A+B)	124.153	146.157	149.171	26,8	17,7	2,1
Ajuste por titularizaciones^{b/}						
Cartera hipotecaria ajustada	12.949	15.125	17.884	22,2	16,8	18,2
Cartera en moneda nacional ajustada por titularizaciones	120.683	142.589	149.605	25,1	18,2	4,9
Cartera total (m/n + m/e) ajustada por titularizaciones	127.236	150.139	154.325	26,8	18,0	2,8
a/ Sin FEN, sin entidades financieras especiales y sin entidades en liquidación. Incluye <i>leasing</i>. Para el cálculo de las variaciones anuales se tomaron los siguientes cierres: 2008: 1 de enero de 2009, y 2009: 2 de enero de 2010.						
b/ Las titularizaciones hipotecarias corresponden a las ventas de este tipo de cartera que se le hacen a la Titularizadora Colombia. Por lo tanto, este valor se reduce de los balances de los establecimientos de crédito como cartera hipotecaria y posteriormente aparecen como inversión en títulos derivados de los procesos de titularización						
Fuente: Formato semanal 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia y cálculos del Banco de la República.						

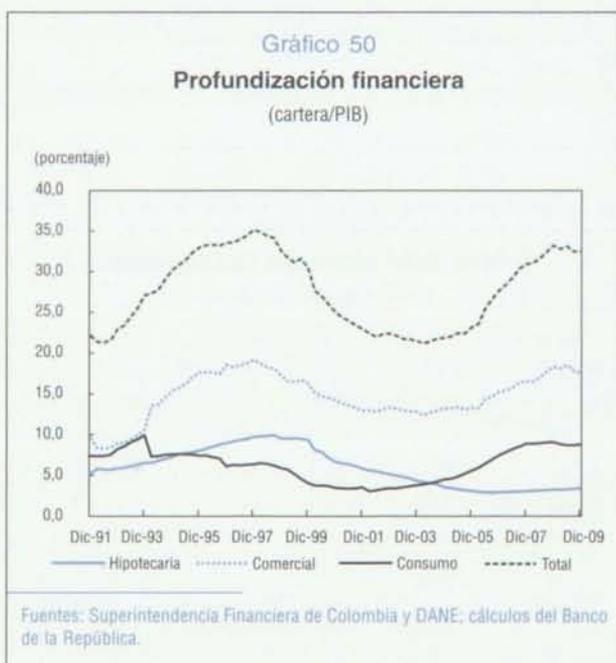
³⁹ La variación de la cartera de microcréditos tiene incorporado un efecto estadístico, puesto que los establecimientos de crédito debieron reclasificar algunos préstamos vigentes en esa categoría. Por esta razón, el saldo de estos créditos se incrementó de manera significativa en 2008 (Decreto 919 de 2008).

año atrás. La menor actividad económica condujo principalmente a una desaceleración en la dinámica de las carteras comercial⁴⁰ y de consumo. La primera registró una caída real de 1,6% anual en diciembre de 2009, comparado con un aumento de 12,9% un año atrás. Por su parte, la expansión de la cartera de consumo presentó un deterioro, al pasar de 4,1% en 2008 a -0,4% en diciembre de 2009.

Durante el año pasado la cartera hipotecaria presentó una recuperación en su crecimiento, pasando de aumentar al 2,7% en diciembre de 2008 a 9,2% un año después (Gráfico 49). En parte, este comportamiento es el resultado del incremento en la demanda de vivienda, generado por los diferentes subsidios en las tasas de interés otorgados por el Gobierno.

A lo largo de 2009, el índice de profundización financiera, medido como la razón de cartera sobre PIB, se redujo ligeramente, pasando de 33,2% en diciembre de 2008 a 32,5% en el mismo mes de 2009. Este comportamiento

es explicado por las carteras comercial y de consumo, para las cuales este indicador pasó de 18,3% a 17,5% y de 9,1% a 8,8%, respectivamente. No obstante, para la modalidad hipotecaria el indicador de profundización financiera aumentó en 21 pb, ubicándose a diciembre del año pasado en

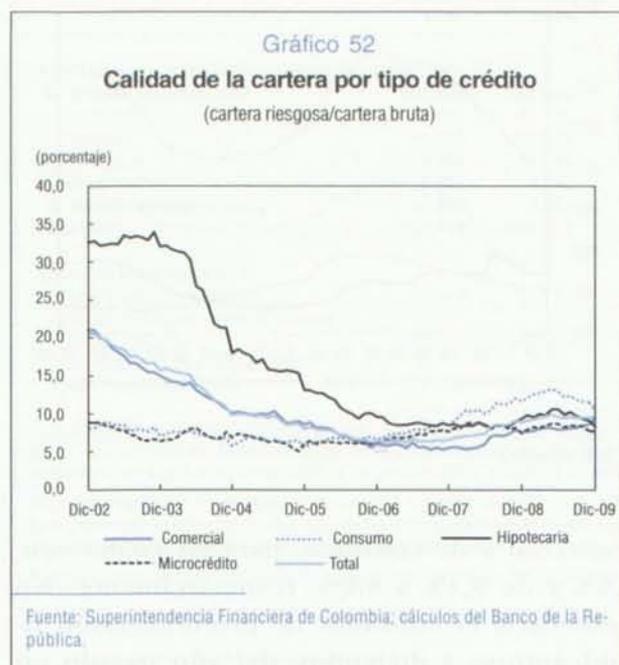


⁴⁰ La cartera comercial representó el 55,0% de la cartera total a diciembre de 2009.

3,4%. Cabe notar que los niveles de estos indicadores aún son superiores a los registrados en el período posterior a la crisis de finales de los años noventa, a excepción de la cartera hipotecaria (Gráfico 50).



En cuanto a la calidad de la cartera, aquella a la cual se le asigna una calificación distinta de A se le denomina riesgosa. A diciembre tuvo un crecimiento real anual de 9,3%, esto es, 37,4 pp menos que la variación real anual de un año atrás (Gráfico 51). Por modalidad, entre finales de 2008 y 2009 la cartera riesgosa que presentó la mayor desaceleración en el ritmo de crecimiento real anual fue la de consumo, al pasar de crecer 41,6% a -9,6%⁴¹. En las mismas fechas, la comercial pasó de 54,7% a 22,4% y la hipotecaria de 12,7% a -2,5%.



El indicador de calidad (IC) de cartera, medido como la cartera riesgosa sobre la cartera bruta, se mantuvo relativamente constante durante 2009. Por modalidad se observó una mejora en el IC de consumo y la hipotecaria. De hecho, entre diciembre de 2008 y el mismo mes de 2009 el IC para la cartera de consumo pasó de 11,7% a 10,6% y para la cartera hipotecaria de 9,3% a 8,3%. Caso contrario ocurrió con la comercial, cuyo IC se incrementó de 7,6% a 9,5% (Gráfico 52).

⁴¹ El fuerte incremento del crédito observado entre 2005 y 2007 se dio principalmente en consumo, cartera que fue provisionada en una gran parte por el sistema financiero. En 2009 varios organismos

Entre finales de 2008 y 2009 el indicador de cubrimiento de cartera, medido como las provisiones sobre cartera riesgosa, se incrementó en 3 pp al pasar de 52,7% a 55,7%. Esto se explica por la mayor caída en el crecimiento de la cartera riesgosa en relación con el de las provisiones (Gráfico 53). En las mismas fechas las carteras de consumo, hipotecaria y comercial presentaron aumentos en dicho indicador de 13,6 pp, 4,7 pp y 2,6 pp respectivamente, al situarse en diciembre pasado en 71,0%, 36,6% y 51,1%, en su orden.



En cuanto al indicador de rentabilidad del sistema financiero ROA⁴², en 2009 estuvo relativamente constante en 2,4%. Por su parte, la relación de solvencia se mantuvo por encima del promedio de la década (13,5%), alcanzando un nivel de 14,9% en diciembre de este año, cifra que es 1,3 pp superior a lo registrado en el mismo mes de 2008. El comportamiento de este indicador sugiere que las actividades de intermediación financiera no se encuentran restringidas por requerimientos de capital.

Las bajas tasas de interés y las condiciones de liquidez del mercado favorecieron otras fuentes de financiamiento de las grandes empresas, como por ejemplo la emisión de bonos. En particular, las colocaciones de bonos, papeles comerciales y títulos de contenido crediticio por parte del sector real ejecutadas mediante la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) ascendieron a \$7.469 mm en 2009, en comparación con los \$1.787 mm de 2008 (Cuadro 13).

En el *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2010 se presenta un análisis detallado y actualizado de los diferentes riesgos que enfrenta el sistema financiero.

de crédito sacaron de sus balances la cartera de difícil recaudo ya provisionada, hecho que explica en parte las mejoras en los indicadores de cartera.

⁴² El ROA se define como la razón entre utilidades y activo promedio.

Cuadro 13

Emisión de bonos, papeles comerciales y títulos de contenido crediticio por parte del sector real mediante la Bolsa de Valores de Colombia, 2008-2009

(miles de millones de pesos)

	Total colocado	
	2009	2008
1. Total bonos	5.632	1.130
2. Total papeles comerciales	340	657
3. Títulos de contenido crediticio	1.497	0
Total colocaciones	7.469	1.787

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

E. Sector externo

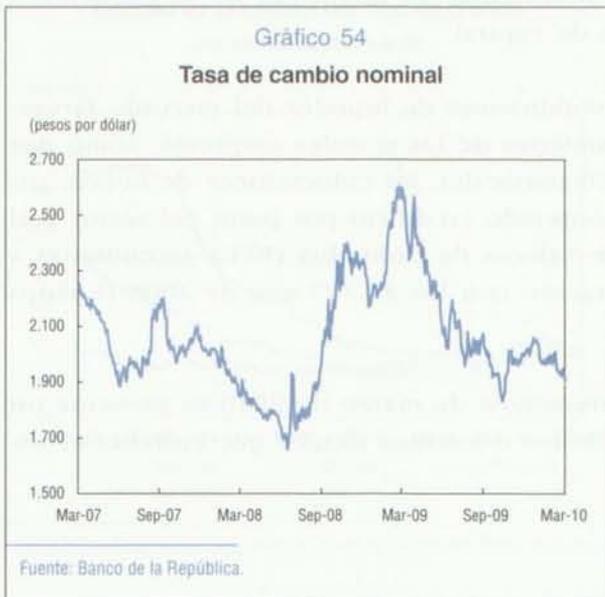
1. Evolución de la tasa de cambio en 2009

a. Tasa de cambio nominal

Durante la mayor parte de 2009 la tasa de cambio nominal (peso/dólar) se revaluó; sin embargo, la devaluación de principios de año hizo que el peso colombiano se depreciara en promedio 9,4% (Gráfico 54). Al finalizar el año pasado la tasa de cambio se ubicó en \$2.044 por dólar que, al compararlo con el nivel alcanzado en diciembre de 2008

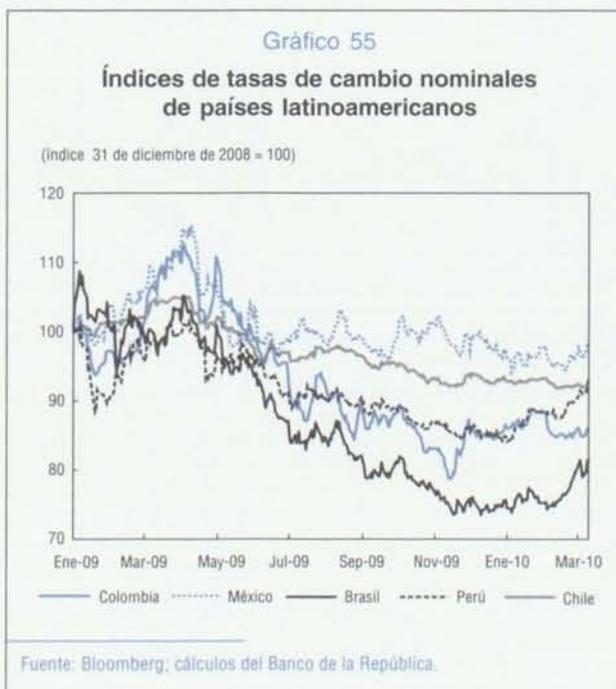
(\$2.244 por dólar), implicó una revaluación nominal de 8,9% anual⁴³ (Gráfico 54). Ésta fue superior a la registrada por las monedas de México y Perú (5% y 8%) e inferior a las de Chile y Brasil (21% y 25%) (Gráfico 55 y Cuadro 14).

El comportamiento de la tasa de cambio a lo largo de 2009 fue heterogéneo, dado que los factores que la determinaron en cada período fueron diferentes. En los dos



⁴³ Calculada con la tasa representativa del mercado (TRM) vigente el último día de 2008 y de 2009.

primeros meses de 2009 la tasa de cambio continuó aumentando, como lo venía haciendo desde mediados de 2008, debido a los elevados niveles de aversión al riesgo que existieron en ese momento. Desde finales de febrero y hasta mediados de octubre la tasa de cambio presentó una tendencia a la baja, llegando a registrar, después del real brasilero, la revaluación año corrido más alta de la región⁴⁴. La apreciación de las monedas estuvo asociada con el debilitamiento del dólar a nivel internacional (a medida que se publicaban cifras que daban señales de estabilización en la economía mundial⁴⁵), con el aumento en los precios de los productos básicos, los cuales habían caído durante el segundo semestre de 2008 (Gráfico 56), y con la disminución de las primas de riesgo de países de la región (Gráfico 57).



Cuadro 14
Variación porcentual de la tasa de cambio nominal: moneda extranjera frente al dólar ^a

	2003-2008	Promedio 2009 frente al promedio en 2008	Fin de año 2009 frente a fin de año 2008	Año corrido a marzo de 2010 frente a diciembre de 2009
Zona del euro	(26,3)	4,7	(2,0)	4,7
México	32,6	21,0	(4,9)	(0,1)
Perú	(10,3)	2,9	(8,1)	(0,9)
Colombia	(21,1)	9,4	(8,9)	(3,3)
Inglaterra	10,6	16,7	(10,4)	3,0
Chile	(10,6)	6,7	(21,0)	2,7
Brasil	(34,0)	8,7	(25,2)	3,0

a/ Negativo indica revaluación.
Fuente: Bloomberg.

⁴⁴ En lo corrido de 2009 hasta el 13 de octubre la moneda de Brasil se había apreciado 26%, la de Colombia 19%, la de Chile 14%, la de Perú 9% y la de México 5%.

⁴⁵ Se detuvo el ritmo de contracción del PIB de las principales economías, finalizando el año con crecimientos económicos mayores a los esperados por el mercado. Además, los indicadores de confianza y de los sectores inmobiliario e industrial mantuvieron una tendencia alcista.

Gráfico 56

Índice de precios de las materias primas (CRB[®]) e índice de tasa de cambio de América Latina (LACI[™])



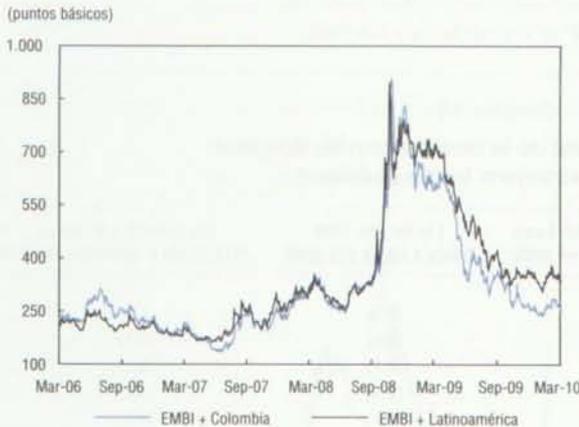
a/ *Commodities Research Bureau*

b/ 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). En este gráfico se toma la evolución del cociente 1/LACI para ser comparables con la tasa calculada para Colombia (pesos por dólar).

Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 57

EMBI + Colombia y Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

En el último trimestre de 2009 el dólar se fortaleció internacionalmente y la tendencia de revaluación de varias monedas de la región se revirtió⁴⁶. El peso colombiano presentó una depreciación mayor a la observada en los países vecinos debido a: i) los anuncios del Gobierno nacional de no realizar más monetizaciones en lo que quedaba de 2009, de eliminar los aranceles a las importaciones de materias primas no producidas en Colombia hasta finalizar el año y de retener los pagos de Ecopetrol al Gobierno en cuentas en el exterior; y ii) al anuncio de la JDBR en su reunión de octubre de suministrar la mayor parte de la expansión monetaria de fin de año mediante la compra de dólares o TES por un monto de \$3,0 b.

En cuanto a la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, entre enero y febrero de 2009 el Emisor vendió US\$368,5 m al presentarse las condiciones para la ejecución de subastas de opciones *call* para control de la volatilidad. Entre marzo y julio, por su parte,

se activaron las subastas de opciones *put* y el Banco de la República realizó compras por US\$539,4 millones. De esta manera, el banco central realizó compras netas por US\$171 m en el mercado cambiario local durante 2009 (Cuadro 15).

⁴⁶ Entre el 13 de octubre y el 30 de diciembre de 2009 la moneda de Colombia se depreció 12%, las de Brasil y Chile 1%, y la de México 0%.

Cuadro 15
Operaciones de compraventa de divisas del Banco de la República
(millones de dólares)

Concepto	2008 acumulado Ene-Dic	2009								
		Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Agosto a diciembre	Acumulado a diciembre
Compras	2.381,3	0,0	0,0	179,9	0,0	0,0	180,0	179,5	0,0	539,4
Opciones put	965,5	0,0	0,0	179,9	0,0	0,0	180,0	179,5	0,0	539,4
Para acumulación de reservas internacionales	450,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	515,5	0,0	0,0	179,9	0,0	0,0	180,0	179,5	0,0	539,4
Subastas de compra directa	1.415,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intervención discrecional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ventas	234,6	175,0	193,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	368,5
Opciones call	234,6	175,0	193,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	368,5
Para el control de la volatilidad	234,6	175,0	193,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	368,5
Gobierno nacional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Compras netas	2.146,7	(175,0)	(193,5)	179,9	0,0	0,0	180,0	179,5	0,0	170,9

Fuente: Banco de la República.

b. Tasa de cambio real

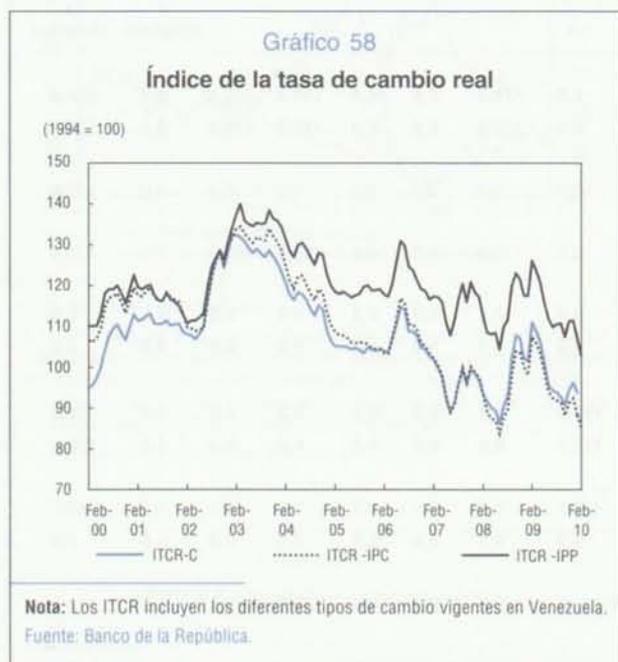
Como se ha mencionado en anteriores *Informes al Congreso* y en diversas publicaciones del Banco de la República⁴⁷, para medir las implicaciones que tiene el comportamiento del peso colombiano sobre la competitividad del país, se debe tener en cuenta la evolución de los precios externos e internos. La tasa de cambio real (TCR), que compara las inflaciones externa e interna en una misma moneda, se puede interpretar como un diferencial de costos de producción o como cambios en la competitividad de dos economías. La TCR puede calcularse de manera bilateral frente a cada país con el que se comercia o compite, y puede agregarse en una medida multilateral que da señales sobre la competitividad del país frente al conjunto de socios comerciales o frente a competidores en terceros mercados.

⁴⁷ Véanse los *Informes al Congreso* de julio 2008, marzo 2009 y julio 2009, y *Reportes del Emisor* de octubre de 2009.

Los índices de TCR bilateral muestran que en 2009 el peso colombiano se revaluó frente al dólar y frente a las monedas de México, Brasil, Canadá, Inglaterra, así como frente al euro. Al tiempo presentó devaluaciones importantes con respecto al bolívar, al dólar ecuatoriano y al yen (Cuadro 16). Las medidas del ITCR multilateral publicadas tradicionalmente por el Banco de

la República mostraron para 2009 una devaluación real anual promedio de 6,4% para aquella que utiliza el IPC y de 4,3% para la calculada con el IPP. Por su parte, el índice que mide la evolución de la competitividad de Colombia en el mercado estadounidense para un grupo de bienes (café, flores, banana y textiles [ITCR-C]) presentó una devaluación de 3,2% en promedio para 2009 (Gráfico 58).

En el Gráfico 59 se presenta el comportamiento del ITCR-IPP en 2009, donde se



Cuadro 16

Tasa de cambio real bilateral: peso colombiano frente a las monedas extranjeras ^{a/ b/}

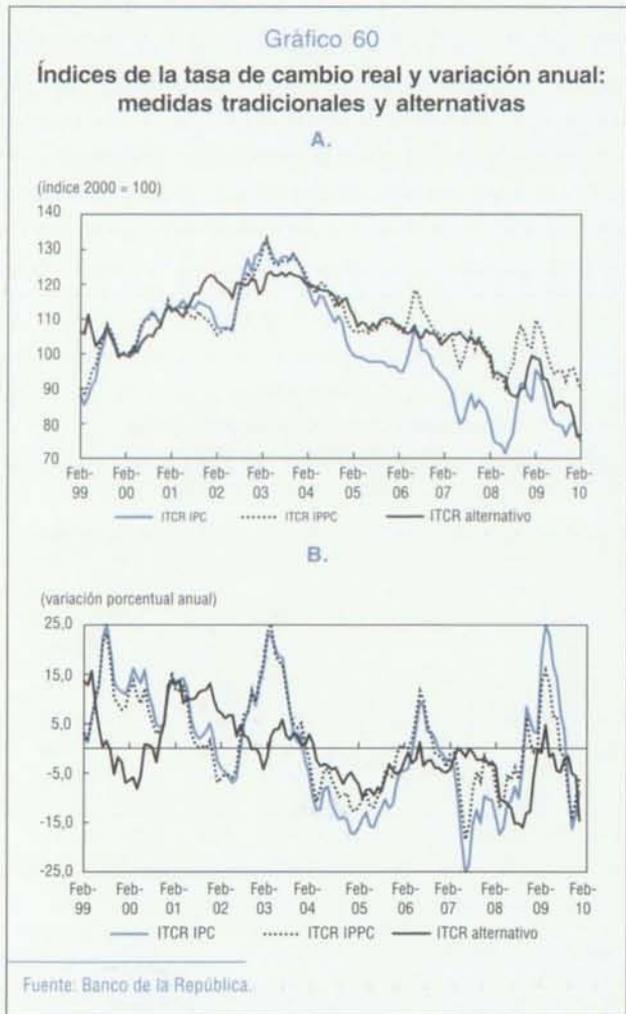
	Variaciones porcentuales anuales promedio				
	2003-2009	2009	Enero a junio de 2009	Julio a diciembre de 2009	A febrero de 2010
Estados Unidos	(2,4)	(1,4)	7,5	(9,7)	(11,7)
Venezuela	2,5	10,7	16,8	4,1	(21,3)
Ecuador	(1,6)	13,4	27,8	0,3	(13,8)
México	(5,1)	(6,3)	(0,8)	(11,6)	(9,2)
Brasil	7,8	(1,6)	(3,8)	0,4	2,4
Zona del euro	1,7	(2,0)	2,7	(6,5)	(14,1)
Perú	(1,1)	2,9	12,2	(5,8)	(9,4)
Japón	(1,2)	12,9	27,1	(0,4)	(18,1)
Chile	4,2	0,7	6,8	(5,0)	(13,0)
Canadá	(0,5)	(2,7)	(1,7)	(3,7)	(3,2)
Inglaterra	(2,7)	(7,5)	(8,5)	(6,6)	(5,5)

a/ Deflactado con el IPP.
b/ Negativo indica revaluación.
Fuente: Banco de la República.

observa la devaluación de 8% en los primeros meses del año, la revaluación de 14% de febrero a octubre y una leve recuperación a partir de ese mes. En los primeros meses de 2009 la devaluación nominal llevó al ITCR a niveles tan sólo superados por los registrados en 2003. En los siguientes meses la fuerte caída de la tasa nominal y los posteriores aumentos en competitividad vía precios condujeron a que el ITCR finalizara el año en niveles cercanos al promedio de las últimas dos décadas.

El Banco de la República ha calculado una serie de medidas alternativas de la TCR con el fin de hacer un mejor diagnóstico de la competitividad del país. Algunas de éstas involucran indicadores alternativos de precios, como el IPP de exportados e importados. El Gráfico 60 compara los índices tradicionales (ITCR-IPP e ITCR-IPC) con una medida alternativa que calcula la competitividad a través de los precios de las exportaciones colombianas⁴⁸. De acuerdo con esta última la devaluación anual promedio en 2009 fue del

⁴⁸ Este índice toma como precios internos el IPP de exportados y como medida de precios externos el IPP de importados. Para una explicación más detallada véase *Reportes del Emisor*, octubre de 2009.

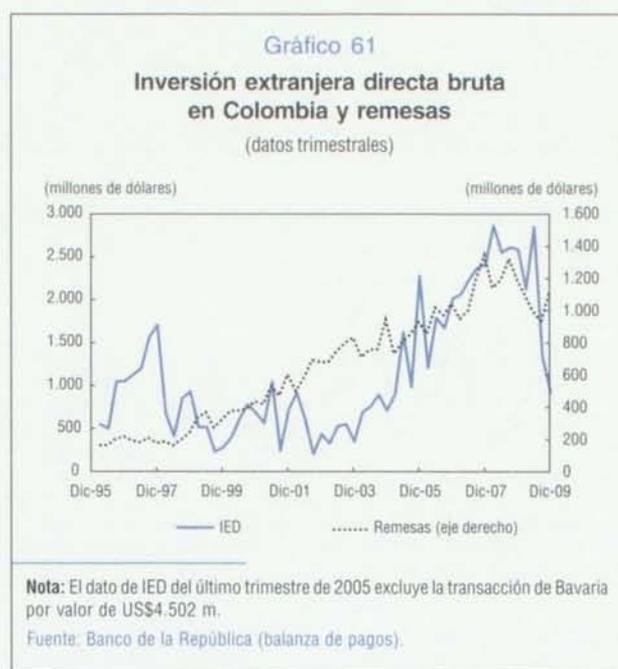


3,6%, menor a las devaluaciones estimadas con el IPC y el IPP. En los últimos meses de 2009, a diferencia de las medidas tradicionales, el ITCR alternativo no presentó mejoras en competitividad, por el contrario, se ha deteriorado rápidamente debido a aumentos importantes en el IPP de exportados de Colombia.

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

El comportamiento del peso colombiano en el año 2009 estuvo marcado por la evolución del entorno económico mundial. Así, mientras que en el primer semestre del año la incertidumbre sobre el impacto de la crisis hizo que los inversionistas se refugiaron en bonos del tesoro estadounidense, lo cual devaluó fuertemente el peso, hacia el segundo semestre la menor aversión al riesgo de los inversionistas, la recuperación de la confianza en la economía mundial y la mejora en los precios de los *commodities* revaloraron la moneda colombiana.

En comparación con lo observado en 2008, las entradas de inversión extranjera hacia Colombia, las remesas de trabajadores del exterior y los flujos netos de capital privado presentaron una disminución (Gráfico 61). Estos menores ingresos fueron compensados por el incremento de los reintegros netos de capital oficial mediante cuentas corrientes y operaciones especiales. De esta forma, el fortalecimiento del peso colombiano durante la segunda mitad de 2009 estuvo asociado principalmente con las monetizaciones por parte del Gobierno nacional central (GNC) y Ecopetrol.



Por su parte, los factores que influenciaron el comportamiento del ITCR en 2009 están relacionados con variables que afectaron los precios relativos y el desempeño de la economía colombiana y la de los países con los que comercia. En este sentido, Colombia registró mejoras en sus términos de intercambio, las cuales se acentuaron en los últimos meses de 2009 (después de una fuerte caída al comenzar el año) como resultado de las altas cotizaciones internacionales de los productos básicos de exportación, como

café, petróleo, carbón y ferromniquel (Gráfico 62). Así mismo, en los últimos meses del año las exportaciones colombianas ganaron competitividad vía precios, puesto que la inflación del país se ubicó por debajo de la mayoría de sus competidores y socios comerciales.

Los gráficos 63 y 64 muestran la evolución de la variación anual de los precios relativos. Si la serie toma valores positivos, la inflación en el mercado respectivo es mayor a la inflación en Colombia y, en consecuencia, las exportaciones colombianas presentan aumentos en competitividad. De acuerdo con los precios relativos medidos con el IPP, Colombia ha presentado ganancias en competitividad desde octubre de 2009 en el mercado de los países industrializados debido a una inflación al productor inferior a la de dichas economías. Con respecto a los países emergentes, durante los últimos años Colombia ha registrado ganancias continuas en competitividad; sin embargo, desde noviembre de 2009 las deflaciones importantes que se han presentado en economías en desarrollo cambiaron esta situación. Por su parte, por primera vez en esta década la variación anual de los precios relativos medidos



Gráfico 65
**Diferencial en la productividad
 en la industria frente a ITCR bilateral**



Fuentes: DANE, BLS y Banco de la República.

con el IPC muestran ganancias en competitividad frente a los países industrializados.

Finalmente, la competitividad de un país no sólo está determinada por los costos de producción sino también por la eficiencia del sector transable. El incremento en la productividad del sector transable eleva los salarios reales y, por ende, los costos del sector no transable. Esto se refleja en mayores precios relativos de los bienes no transables y, por tanto, el efecto final será una apreciación real de la moneda. Cálculos

preliminares muestran pérdidas en la productividad relativa de Colombia frente a los Estados Unidos en el período 2007-2009 que no se han asociado con ganancias en competitividad vía TCR en Colombia (Gráfico 65).

2. Evolución de la balanza de pagos de Colombia en 2009

Los efectos de la desaceleración de la economía mundial durante 2009 se evidenciaron en la reducción del déficit en la cuenta corriente del país, al pasar de 2,8% del PIB en 2008 a 2,2% del PIB en 2009. El deterioro del precio internacional de nuestros productos básicos de exportación, la contracción del PIB real de nuestros socios comerciales, las restricciones comerciales de Venezuela y la debilidad de la demanda interna fueron factores que contribuyeron a la pobre dinámica del comercio de bienes, al menor giro de utilidades y dividendos de las empresas multinacionales radicadas en Colombia y a la caída de los ingresos por remesas de trabajadores.

Los principales resultados de la balanza de pagos durante el año 2009 fueron: i) déficit en la cuenta corriente de US\$5.146 m (2,2% del PIB⁴⁹), inferior en US\$1.737 m al observado en el año anterior, cuando se ubicó en US\$6.883 m (2,8% del PIB); ii) superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$6.784 m (2,9% del PIB), inferior en US\$2.700 m a la registrada en 2008, cuando alcanzó US\$ 9.485 m (3,9% del PIB), y iii) acumulación de reservas internacionales brutas por US\$ 1.324 m (Cuadro 17).

⁴⁹ El PIB corresponde a información preliminar del DANE.

Cuadro 17
Balanza de pagos de Colombia

(millones de dólares)

	2008 Ene-dic(pr)	2009 Ene-dic(pr)	Variación
I. Cuenta corriente	(6.883)	(5.146)	1.737
Ingresos	50.312	44.659	(5.653)
Egresos	57.195	49.805	(7.390)
A. Bienes y servicios no factoriales	(2.075)	(121)	1.954
Ingresos	42.669	38.217	(4.452)
Egresos	44.744	38.337	(6.406)
1. Bienes	976	2.560	1.584
Ingresos	38.531	34.026	(4.506)
Egresos	37.556	31.466	(6.090)
2. Servicios no factoriales	(3.051)	(2.680)	370
Ingresos	4.137	4.191	54
Egresos	7.188	6.871	(317)
B. Renta de los factores	(10.320)	(9.644)	676
Ingresos	1.745	1.204	(541)
Egresos	12.065	10.848	(1.217)
C. Transferencias	5.512	4.619	(893)
Ingresos	5.898	5.238	(660)
Remesas de trabajadores	4.842	4.145	(697)
Otras transferencias	1.056	1.093	37
Egresos	386	619	233
II. Cuenta de capital y financiera (a + b)	9.485	6.784	(2.700)
A. Cuenta financiera (1 + 2)	9.485	6.784	(2.700)
1. Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)	9.913	12.501	2.588
a. Activos	2.253	3.016	763
i. Inversión colombiana en el exterior	2.254	3.025	771
Directa	2.254	3.025	771
De cartera	-	-	-
ii Préstamos	-	-	-
iii Crédito comercial	-	-	-
iv Otros activos	(1)	(9)	(8)
b. Pasivos	12.167	15.525	3.358
i. Inversión extranjera en Colombia	10.388	12.023	1.635
Directa	10.583	7.201	(3.382)
De cartera	(195)	4.822	5.017
ii Préstamos	1.319	1.571	253
iii Crédito comercial	188	227	39
v. Otros pasivos	0	976	976
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	(1)	(8)	(7)
2. Flujos financieros de corto plazo (b - a)	(428)	(5.716)	(5.288)
a. Activos	(83)	4.166	4.249
i. Inversión de cartera	(188)	3.181	3.369
ii. Crédito comercial	173	71	(101)
iii. Préstamos	45	99	54
iv. Otros activos	(113)	814	927
b. Pasivos	(512)	(1.551)	(1.039)
i. Inversión de cartera	(1.001)	(154)	847
ii. Crédito comercial	291	(642)	(933)
iii. Préstamos	189	(796)	(984)
iv. Otros pasivos	9	41	32
B. Flujos especiales de capital	-	-	-
III. Errores y omisiones netos	21	(291)	(312)
IV. Variación de las reservas internacionales brutas	2.623	1.347	(1.275)
V. Saldo de las reservas internacionales brutas	24.041	25.365	1.324
Número de meses de importaciones de bienes	5,8	7,3	1
Número de meses de importaciones de bienes y servicios	4,8	6,0	1
VI. Saldo de reservas internacionales netas	24.030	25.356	1.326
VII. Variación reservas internacionales netas	2.618	1.349	(1.268)

(pr) preliminar.

Fuente: Banco de la República.

a. Cuenta corriente

En 2009 el déficit en cuenta corriente se redujo con respecto a lo registrado en 2008 dado que la caída en los egresos corrientes (US\$7.390 m) superó la reducción de los ingresos (US\$5.653 m). La disminución de los egresos se explica por: i) las menores importaciones de bienes (US\$6.090 m) debido a la debilidad de la demanda interna, principalmente, bienes intermedios; ii) la reducción de los giros de renta factorial (US\$1.217 m) de las empresas multinacionales por menores precios de exportación de petróleo, carbón y ferroníquel, y iii) la caída de las importaciones de servicios (US\$317 m) relacionada con la dinámica de los fletes por transporte de bienes.

Por su parte, en términos anuales, el menor valor de los ingresos corrientes se originó, principalmente: i) en la contracción de las exportaciones de bienes (US\$4.506 m) por los menores precios internacionales y la caída de las ventas hacia los Estados Unidos, Venezuela y Ecuador, y ii) en la reducción de los ingresos por remesas de trabajadores (US\$697 m) debido a la desaceleración económica de los países de los cuales provienen.

Por último, vale la pena mencionar que la balanza comercial de bienes presentó un superávit de US\$2.560 m como resultado de una reducción anual de las importaciones (-16,2%) mayor que la de las exportaciones (-11,7%).

b. Cuenta de capital y financiera

Al cierre de 2009 la cuenta de capital y financiera presentó un superávit de US\$6.784 m, inferior en US\$2.700 m al reportado en 2008. Las menores entradas de capitales estuvieron asociadas con la reducción en los flujos de inversión extranjera directa neta, mayores pagos de deuda, y con inversiones de colombianos en el exterior.

En el período de análisis Colombia recibió ingresos netos por US\$7.201 m (3,1% del PIB) por concepto de inversión extranjera directa, monto inferior en US\$3.382 m a lo observado un año atrás, cuando se recibieron US\$10.583 m. Las menores inversiones se aprecian en el sector petrolero (US\$758 m), así como en otros sectores tales como comercio, manufacturas, transporte y comunicaciones (US\$2.624 m). Estas disminuciones fueron compensadas parcialmente por el incremento de US\$1.085 m en el aporte de capital extranjero a empresas dedicadas a la extracción de carbón. Por su parte las inversiones directas de Colombia en el exterior sumaron US\$3.025 m, cifra superior en US\$771 m a lo registrado en 2008. Los inversionistas colombianos adquirieron participaciones accionarias principalmente en empresas del sector minero localizadas en los Estados Unidos y algunos países de América Latina.

Por concepto de deuda externa de largo plazo el país recibió desembolsos netos por US\$8.323 m, que corresponden principalmente a nuevos créditos

contratados por entidades públicas mediante la colocación de bonos en el mercado internacional y préstamos con la banca multilateral. El sector privado también aumentó su deuda externa, aunque en menor cuantía, por operaciones de arrendamiento financiero.

Durante 2009 el flujo neto de capitales de corto plazo registró salidas por US\$5.716 m, originadas básicamente en la constitución de activos en el exterior y en el pago de préstamos y créditos comerciales efectuados en su mayoría por empresas del sector privado.

c. Reservas internacionales

Al cierre de 2009 se acumularon reservas internacionales brutas por US\$1.347 m, como resultado de ingresos por su rendimiento neto por US\$319 m, compras netas de divisas a los intermediarios cambiarios por US\$171 m y de ingresos netos por otras operaciones propias del Banco de la República por US\$857 m. En este último concepto se contabilizó la asignación de derechos especiales de giro (DEG) por parte del FMI por valor de US\$976 m, lo cual incrementó el saldo de las reservas en dicho monto. Al considerar la valorización de las reservas por precio y tipo de cambio (-US\$23 m) la variación de las reservas brutas asciende a US\$1.324 m.

3. Perspectivas de la balanza de pagos para 2010

El pronóstico de la balanza de pagos de 2010 supone una recuperación del crecimiento real mundial que, de acuerdo con las proyecciones del FMI, podría ser de 3,9% frente a -0,8% en 2009. El pronóstico del crecimiento real ponderado para los socios comerciales de Colombia sería de 1,5% en 2010, superior al observado en 2009 (-2,3%). Implícito en este supuesto está el mayor crecimiento esperado para los Estados Unidos (2,7% en 2010 *vs.* -2,4% de 2009) y para Venezuela (-0,4% en 2010 *vs.* -3,3% en 2009).

Por otro lado, de acuerdo con algunos analistas, los precios internacionales de los principales productos de exportación registrarían una tendencia favorable para Colombia, siendo incluso más altos que los observados durante 2009, lo cual estaría en línea con el crecimiento positivo del PIB mundial. Sin embargo, las exportaciones no tradicionales estarían afectadas por el pobre desempeño económico de Venezuela y el deterioro de las relaciones comerciales con dicho país, así como por una lenta sustitución hacia nuevos mercados y una modesta recuperación del resto de nuestros socios comerciales. Con lo anterior, los ingresos en dólares por exportaciones totales de bienes del país podrían aumentar en cerca de 8,0% en términos anuales.

Por su parte, se estima que las importaciones en dólares del país podrían crecer aproximadamente 15,0%, lo cual estaría asociado tanto con los proyectos de

inversión del sector petrolero como con los de infraestructura en obras civiles. Esta dinámica de las importaciones es coherente con el escenario más probable de crecimiento de la economía colombiana, mencionado en la primera sección de este capítulo.

En consecuencia, y teniendo en cuenta la magnitud de la recuperación de los Estados Unidos y sus posibles efectos sobre el crecimiento mundial, y sobre los precios internacionales de los productos básicos, la proyección de la balanza de pagos para 2010 muestra una ampliación del déficit en cuenta corriente con respecto al estimado para 2009 (-2,2% del PIB). Según el ejercicio, dicho déficit alcanzaría un valor de US\$8.107 m en 2010, equivalente a 3,0% del PIB. Este resultado estaría explicado, principalmente, por el mayor desbalance comercial, que pasaría de un superávit de US\$2.560 m (1,1% del PIB) en 2009 a un déficit de US\$521 m (-0,2% del PIB) en 2010 (Cuadro 18).

Cuadro 18
Proyección de la balanza de pagos de Colombia

	Millones de dólares				Porcentaje del PIB			
	2007	2008	2009(pr)	2010(proy)	2007	2008	2009(pr)	2010(proy)
I. Cuenta corriente	(5.977)	(6.883)	(5.146)	(8.107)	(2,9)	(2,8)	(2,2)	(3,0)
A. Bienes y servicios no factoriales	(3.203)	(2.075)	(121)	(3.545)	(1,5)	(0,9)	(0,1)	(1,3)
1. Bienes	(596)	976	2.560	(521)	(0,3)	0,4	1,1	(0,2)
2. Servicios no factoriales	(2.607)	(3.051)	(2.680)	(3.025)	(1,3)	(1,3)	(1,2)	(1,1)
B. Renta de los factores	(8.002)	(10.320)	(9.644)	(9.010)	(3,8)	(4,2)	(4,2)	(3,3)
C. Transferencias	5.228	5.512	4.619	4.449	2,5	2,3	2,0	1,6
II. Cuenta de capital y financiera	10.347	9.485	6.784	8.574	5,0	3,9	2,9	3,2
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{a/}	8.128	9.148	3.211	4.433	3,9	3,8	1,4	1,6
B. Sector público ^{b/}	2.218	337	3.574	4.141	1,1	0,1	1,6	1,5
III. Errores y omisiones	328	21	(291)	0	0,2	0,0	(0,1)	0,0
IV. Variación de reservas internacionales brutas^{c/}	4.698	2.623	1.347	467	2,3	1,1	0,6	0,2

(pr) preliminar.

(proy) proyección.

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

b/ A partir del año 2008 no incluye operaciones de Ecopetrol.

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

Fuente: Banco de la República.

Para el rubro de renta de los factores se proyecta un menor déficit en 2010 frente al observado en 2009. De acuerdo con la proyección, el déficit en cuenta corriente sería en gran parte financiado con recursos provenientes de IED, que alcanzaría un valor equivalente a 2,5% del PIB⁵⁰. Dicho nivel sería mayor al registrado durante el año pasado, dadas las menores inversiones de colombianos en el exterior.

Así mismo, la proyección considera para 2010 un financiamiento externo por parte del sector público (sin Ecopetrol) superior al observado en 2009, que resulta de operaciones netas de crédito externo por un valor de US\$4.141 m. Por último, la estimación anual de la variación de las reservas internacionales brutas del país considera su rendimiento financiero, pero no las compras diarias por US\$20 m anunciadas por la JDBR el 3 de marzo de 2010.

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 enfrentar eventuales salidas de capital del país, las cuales podrían 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 sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, enfrentar mejor una crisis en los mercados externos⁵¹.

Con el fin de determinar si las reservas internacionales de un país son suficientes para prevenir y combatir choques externos, se utilizan varios indicadores de vulnerabilidad, entre los que se encuentran: i) la razón entre reservas internacionales y agregados monetarios, y ii) la razón entre reservas y el pago de la deuda 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 de cierre completo de su

⁵⁰ Considera alrededor de US\$8.200 m (3,1% del PIB) en recursos que provienen de inversionistas extranjeros y que serán recibidos principalmente por el sector petrolero, minas y canteras, entre otros.

⁵¹ En este sentido, el 11 de mayo de 2009 el FMI aprobó para Colombia una línea de financiamiento contingente por US\$10.400 m con plazo de un año, la cual ha sido ofrecida por tal entidad a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. Aunque las autoridades no prevén hacer uso de estos recursos, estiman prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo. Véase la Nota Editorial de la *Revista del Banco de la República*, núm. 978, abril de 2009.

acceso a la financiación internacional. En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos indicadores podrían dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

El Cuadro 19 presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas durante el período 2004-2010 para el caso colombiano⁵². Los indicadores de los grupos A y B se ubican por encima de uno, nivel

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (pr)	2010 (proy)
Saldo							
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/, b/}	13.536	14.947	15.436	20.949	24.030	25.356	25.823
Indicadores							
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa							
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	8.688	13.068	13.189	10.237	10.368	11.418	11.175
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del año en curso	1,56	1,14	1,17	2,05	2,32	2,22	2,31
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del siguiente año	1,04	1,13	1,51	2,02	2,10	2,37	2,48
B. Posición adecuada de liquidez externa							
RIN/servicio de la deuda, año corriente	1,21	0,93	0,96	1,56	1,76	1,75	1,72
RIN/servicio de la deuda, año siguiente	0,85	0,93	1,15	1,53	1,66	1,73	1,78
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	1,41	1,00	0,95	1,29	1,39	1,53	1,34
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	0,91	0,92	0,95	1,21	1,45	1,43	1,34
C. Otros indicadores de reservas internacionales							
RIN como meses de importaciones de bienes ^{c/}	10,2	8,9	7,5	8,1	7,7	9,7	8,6
RIN/M3 (porcentaje) ^{d/}	33,1	30,1	26,1	27,0	29,2	26,2	22,5
RIN/PIB (porcentaje) ^{e/}	11,9	10,3	9,5	10,1	9,9	11,0	9,6
(pr) preliminar.							
(proy) proyectado.							
a/ Estimación del saldo de reservas internacionales netas para el año 2010.							
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 la proyección del año 2010.							
d/ Saldo de M3 ampliado corresponde a la proyección del año 2010.							
e/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para el año 2010.							
Fuente: estimaciones del Banco de la República.							

⁵² La proyección del nivel de reservas de Colombia para 2010 no considera la decisión de intervención del Banco de la República tomada el 3 de marzo pasado.

sugerido por el FMI en el trabajo desarrollado en el *World Economic Outlook* de 2003⁵³. También puede observarse que todos los indicadores de estos grupos han presentado una mejora sustancial en el período. Por 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 8,6 meses.

Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a otros países de la región, se observa que el cociente de reservas sobre PIB se sitúa en niveles cercanos al registrado por México, y por debajo del 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 66).

En el caso del indicador de reservas sobre M3 Colombia registra niveles superiores a los de Chile, México y Brasil, e inferiores a los de Perú. En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones

⁵³ FMI (2003), *World Economic Outlook*, septiembre, pp. 65-105.

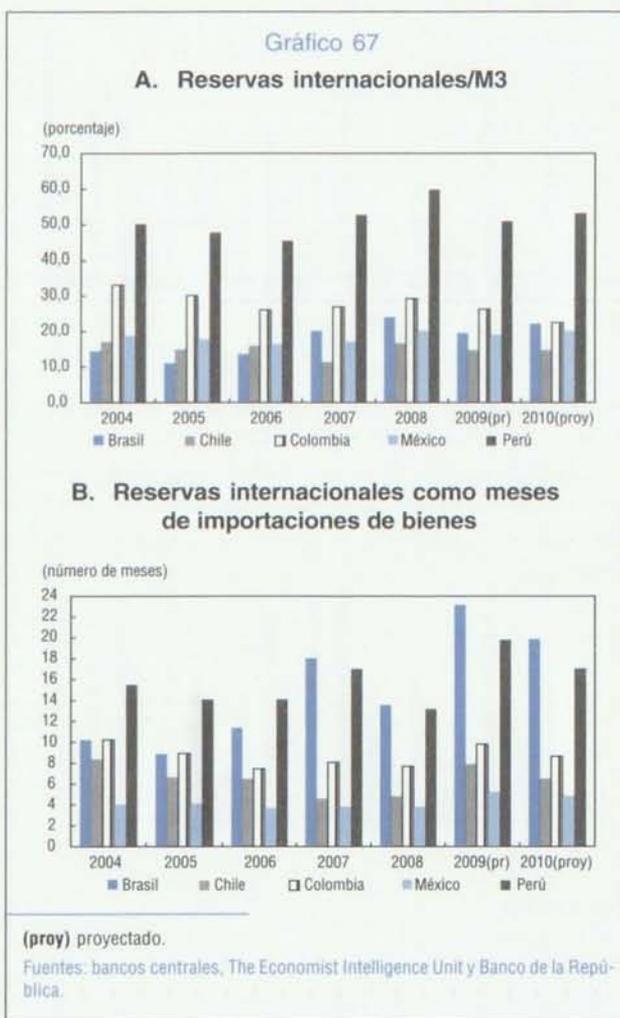
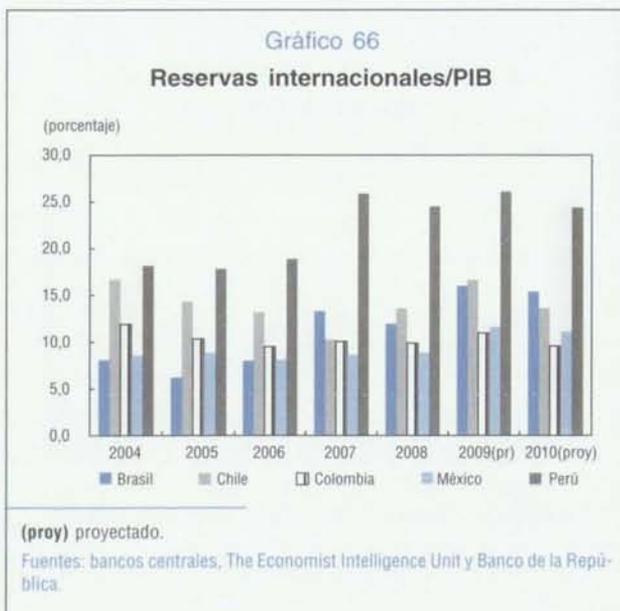
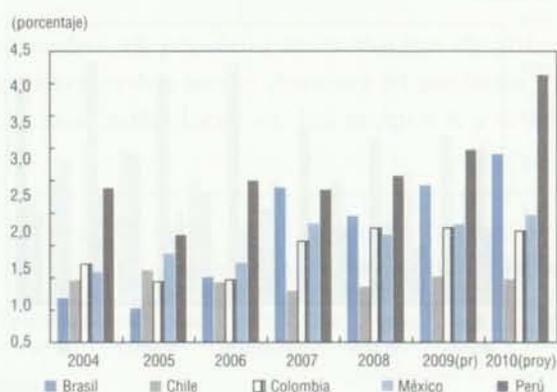
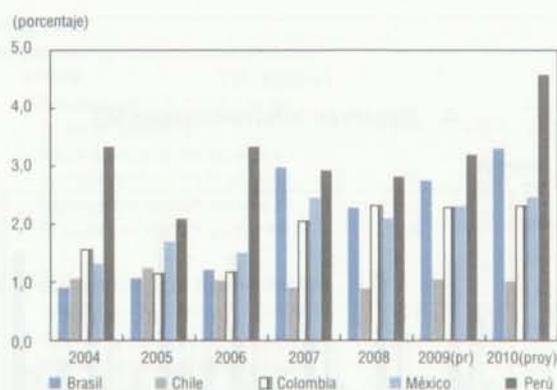


Gráfico 68

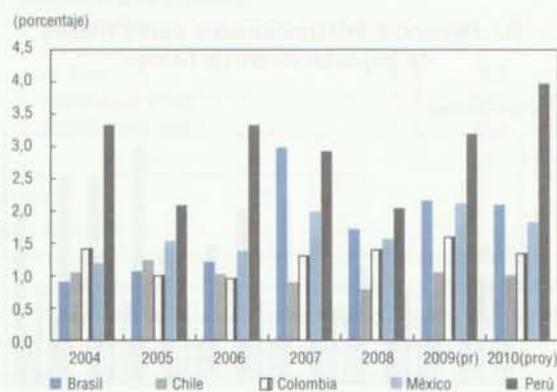
A. Reservas internacionales/servicio de la deuda externa



B. Reservas internacionales/amortizaciones



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



(pr) preliminar.

(proy) proyectado.

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

de bienes, éstas muestran que Colombia tiene una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 67).

En las relaciones de las reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en cuenta corriente más amortizaciones Colombia exhibe niveles superiores a Chile y similares o inferiores a México, Brasil y Perú (Gráfico 68).

F. Política fiscal

1. Resultados fiscales de 2009

Al finalizar el año 2009 el sector público consolidado acumuló un déficit fiscal por \$13.694 mm, que equivalen a 2,8% del PIB. Frente al año 2008 este resultado evidencia un deterioro de la situación fiscal debido a la desaceleración del crecimiento económico, la cual debilitó los recaudos por impuestos. Sectorialmente, el GNC alcanzó un déficit de 4,2% del PIB y el sector público descentralizado contabilizó un superávit de 1,6% del PIB. El Banco de la República y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin) registraron un balance fiscal superavitario de 0,1% y 0,2% del PIB, respectivamente. Los costos de la

Cuadro 20
Sector público consolidado. Balance fiscal, 2008 y 2009

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2008	2009 (pr)	2008	2009 (pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	343	(12.865)	0,1	(2,6)
1. Gobierno nacional	(11.067)	(20.715)	(2,3)	(4,2)
2. Subtotal sector descentralizado ^{a/}	11.411	7.851	2,4	1,6
Eléctrico	500	51	0,1	0,0
Emcali	89	46	0,0	0,0
EPM	(93)	(512)	(0,0)	(0,1)
FAEP	(1.898)	(1.024)	(0,4)	(0,2)
Resto de entidades	2.472	2.060	0,5	0,4
Seguridad social	5.140	6.451	1,1	1,3
Regional y local	5.201	779	1,1	0,2
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	1.306	599	0,3	0,1
C. Balance de Fogafin	502	926	0,1	0,2
D. Costos de la reestructuración financiera	(1.270)	(1.117)	(0,3)	(0,2)
E. Ajustes	(1.558)	(1.237)	(0,3)	(0,2)
F. Total sector público consolidado (A+ B + C + D + E)	(678)	(13.694)	(0,1)	(2,8)

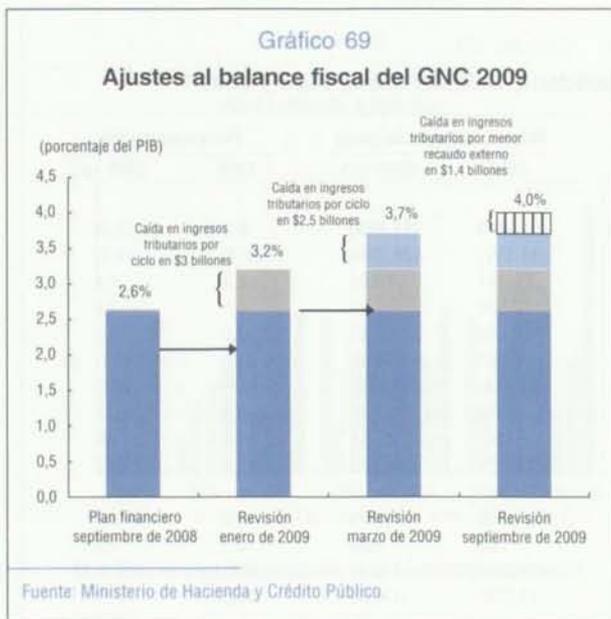
(pr) preliminar.
a/ No se incluyen los balances de Ecopetrol ni de Isagen.
Nota: déficit (-) o superávit (+)
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

reestructuración del sistema financiero ascendieron a 0,2% del PIB⁵⁴ (Cuadro 20).

Vale la pena recordar que durante gran parte de la década las finanzas públicas colombianas experimentaron un proceso de ajuste gradual, mediante la adopción de diferentes reformas en materia de ingresos y de gastos. Como resultado, en el año 2005 se registró una situación de equilibrio fiscal inducida en gran parte por el sector descentralizado, el cual alcanzó un superávit cercano a cuatro puntos del producto, el más alto de la década. Entre 2006 y 2008 se observó una situación fiscal relativamente estable, gracias a la expansión de la economía y a las mayores rentas generadas en la actividad petrolera. Durante este período, el GNC redujo el tamaño del déficit de 4,1% del PIB en 2005 a 2,3% del PIB en 2008.

La desaceleración económica derivada de la reciente crisis internacional cambió el rumbo de las finanzas públicas e impuso nuevos retos a las autoridades. Desde el comienzo del año 2009 se hizo evidente una caída de los recaudos tributarios. No obstante, el GNC tomó la decisión de mantener

⁵⁴ Estos costos corresponden a pagos de intereses, amortizaciones e indexaciones asociados a la crisis financiera de finales de los noventa, los cuales fueron asumidos por el GNC.



inalterado el nivel del gasto programado en su plan financiero para 2009, con el propósito de evitar un recorte justo cuando la demanda privada se estaba contrayendo. Con ello se quiso prevenir una mayor caída de la demanda agregada y del PIB. Esta decisión fue posible gracias a que el Gobierno mantuvo acceso a los mercados financieros externos e internos, que le permitieron financiar el déficit, el cual se fue ampliando en el transcurso del año, a medida que se acentuaba la caída de los

recaudos tributarios (Gráfico 69).

Adicionalmente, el Gobierno reorientó el gasto hacia programas de infraestructura y desarrollo social, buscando maximizar su impacto sobre la demanda final. Una aproximación de este impacto es el crecimiento cercano al 10%, registrado por la suma del consumo de las administraciones públicas y la inversión en obras civiles (parte de esta última es privada). Si se excluyen estos dos rubros, que crecieron más de lo esperado por el Gobierno, el PIB en 2009 hubiera registrado una caída de 2,7%. Esta postura fiscal contrasta de manera importante con el manejo de las finanzas públicas en crisis anteriores, como la de finales de los años noventa, cuando la imposibilidad de acceder a recursos de financiamiento externo obligaba al Gobierno a recortar el gasto, llevando a que la política fiscal actuara de manera procíclica, acentuando así la caída de la economía.

La inexistencia de un mecanismo de ahorro en la fase expansiva del ciclo impidió la ejecución de una política fiscal contracíclica más fuerte; no obstante, si se compara con el resto de Latinoamérica la variación anual del déficit fiscal como proporción del PIB en el año 2009 frente al promedio 2007-2008 (el llamado 'impulso fiscal'), se observa que Colombia fue uno de los países de la región con mayor estímulo fiscal (Gráfico 70).

En síntesis, al mantener el nivel de gasto las autoridades llevaron a cabo una política fiscal que contribuyó a amortiguar los efectos de la crisis económica mundial, sin comprometer la sostenibilidad fiscal del país ni generar inestabilidad macroeconómica. Cabe resaltar que aumentar el gasto excesivamente hubiera puesto en riesgo la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo.

Desde el punto de vista contable las operaciones del GNC en 2009 mostraron un crecimiento de 2,8% en los ingresos y de 13,6% en los gastos. Las rentas de origen tributario apenas aumentaron 1,3% debido al efecto de la desaceleración económica sobre los recaudos del IVA, del gravamen a los movimientos financieros y del impuesto a la gasolina. El impuesto de renta, pese a la crisis, registró un crecimiento de 13,9%, en gran parte por el monto del tributo a cargo de Ecopetrol, que alcanzó un valor equivalente a

0,8% del PIB. Los recursos de capital crecieron 13,8% debido al pago de excedentes financieros de las empresas públicas, y particularmente de Ecopetrol, entidad que giró dividendos por un monto de \$7.905 mm. Sobre esta operación es importante recordar que desde el año 2007 el Gobierno contabiliza como ingreso los dividendos brutos pagados por dicha empresa y registra como gasto el subsidio al consumo de combustibles⁵⁵ (Cuadro 21).

Los gastos del GNC en 2009 contabilizaron un crecimiento de 4,7% en intereses de la deuda, de 17,8% en funcionamiento y de 8,6% en inversión. Al interior de los gastos de funcionamiento, los servicios personales aumentaron 13,7%, los gastos generales 0,1% y las transferencias 20,1%. Este último rubro estuvo jalonado por el sistema general de participaciones (SGP), que alcanzó un monto de \$24.731 mm, con un crecimiento de 31,4%, y por los giros para pensiones, que ascendieron a \$21.809 mm, con un aumento de 31%. Al interior de estos últimos se incluyeron \$5.237 mm para el Instituto de los Seguros Sociales (ISS). El pago por concepto del subsidio al consumo de combustibles ascendió a \$4.906 mm durante el año. En materia de inversión el GNC ejecutó recursos por \$11.338 mm, que se asignaron a proyectos de infraestructura con alto impacto en la demanda agregada y a programas de desarrollo social.

El déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración del sistema financiero, alcanzó un monto de \$21.832 mm, que equivale a 4,4% del PIB.



⁵⁵ Hasta el año 2006 Ecopetrol transfería al Gobierno un dividendo neto del subsidio.

Cuadro 21
Gobierno nacional central. Balance fiscal, 2008 y 2009

(miles de millones de pesos)

	2008	2009 (pr)	Crecimiento 2008-2009
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	75.064	77.156	2,8
A. Tributarios	64.349	65.196	1,3
Renta	25.217	28.728	13,9
IVA interno	17.650	17.609	(0,2)
IVA externo	9.414	8.301	(11,8)
Gravamen	4.292	4.001	(6,8)
Gasolina	1.288	1.291	0,3
Gravamen a los movimientos financieros	3.200	3.121	(2,4)
Patrimonio	3.200	2.023	(36,8)
Otros	89	121	36,0
B. No tributarios	649	463	(28,7)
C. Fondos especiales	894	1.061	18,7
D. Recursos de capital	9.154	10.418	13,8
Rendimientos financieros	851	624	(26,7)
Excedentes financieros	5.398	8.568	58,7
Otros	2.905	1.226	(57,8)
E. Ingresos causados	17	17	0,0
II. Gastos totales (A + B + C + D + E)	86.131	97.871	13,6
A. Intereses	13.923	14.583	4,7
Externos	3.662	3.846	5,0
Internos	10.261	10.737	4,6
B. Funcionamiento	59.345	69.921	17,8
Servicios personales	9.822	11.163	13,7
Gastos generales	3.674	3.676	0,1
Transferencias	45.849	55.082	20,1
C. Inversión	10.437	11.338	8,6
D. Préstamo neto	171	176	3,1
E. Pagos causados ^{a/}	2.255	1.853	(17,8)
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) ^{b/}	(11.067)	(20.715)	87,2
Costo de reestructuración financiera	1.270	1.117	(12,0)
IV. Financiamiento (A + B + C + D + E)	12.338	21.832	77,0
A. Crédito externo neto	2.502	9.242	269,4
Desembolsos	5.866	11.925	103,3
Amortizaciones	3.364	2.683	(20,2)
B. Crédito interno neto	7.004	11.513	64,4
Desembolsos	30.777	32.519	5,7
Amortizaciones	23.773	21.006	(11,6)
C. Utilidades del Banco de la República	1.415	819	(42,2)
D. Privatizaciones	2.052	923	(55,0)
E. Otros	(636)	(680)	6,9
V. Déficit como porcentaje del PIB	(2,3)	(4,2)	

(pr) preliminar.

a/ No incluye el cambio en las reservas presupuestales.

b/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El financiamiento externo neto alcanzó \$9.242 mm, con desembolsos por \$11.925 mm y amortizaciones por \$2.683 mm. Por su parte, el crédito interno neto contabilizó \$11.513 mm con colocaciones de títulos por \$32.519

mm frente a amortizaciones por \$21.006 mm. Las utilidades del Banco de la República alcanzaron \$819 mm y las privatizaciones \$923 mm. Es importante anotar que la privatización de Isagen, estimada en \$3.000 mm, se aplazó para el año 2010. Con las operaciones de financiamiento descritas, el saldo de la deuda del GNC ascendió de 35,6% del PIB en 2008 a 37,5% del PIB al final de 2009. El componente interno de la deuda se situó en 25,6% del PIB y el externo en 11,9% del PIB.

Por otro lado, el resultado fiscal del sector descentralizado estuvo jalonado por la seguridad social, con un superávit de 1,3% del PIB, y por el sector público regional y local. Este sector mejoró notablemente la ejecución de sus programas y proyectos de inversión, por lo que disminuyó la cantidad de recursos acumulados en las cuentas del sistema financiero.

Finalmente, cabe señalar que para el desarrollo futuro de las finanzas públicas se aprobó la Ley 1370 de diciembre de 2009, la cual introdujo algunos ajustes en materia de impuestos nacionales. En particular, dicha ley redujo de 40% a 30% el porcentaje de la deducción sobre el impuesto de renta por inversión en activos fijos, extendió para el período 2011-2014 el impuesto al patrimonio y limitó los beneficios para las zonas francas, a las que sólo se les permite aplicar una tarifa especial de 15% en el impuesto de renta.

2. El plan financiero para 2010

La meta de déficit fiscal del sector público para 2010 se estableció en 3,7% del PIB, lo que significa un desbalance adicional cercano a un punto porcentual del producto con respecto al cierre de 2009⁵⁶. Esta meta se definió sobre la base de un déficit de 4,5% del PIB en las finanzas del GNC y de un superávit de 0,8% del PIB en el sector descentralizado. El ejercicio de proyección también supuso utilidades de caja del Fogafin por 0,2% del PIB y costos de reestructuración financiera por 0,1% del PIB (Cuadro 22).

El Gobierno considera que la meta de déficit fiscal para 2010 es coherente con el inicio de la recuperación de la economía colombiana. Un déficit más alto afectaría la credibilidad en el manejo fiscal y exigiría la consecución de mayores recursos de financiamiento, con lo cual se limitaría el espacio de crédito al sector privado y se generarían efectos adversos sobre la tasa de interés y el tipo de cambio.

En vista de la reducción de las proyecciones del recaudo del GNC para 2010, el Gobierno realizó en enero pasado un aplazamiento en los gastos del presupuesto general de la nación por \$5.800 mm, para cumplir con la meta de

⁵⁶ El plan financiero de 2010 fue presentado en el documento de asesores Confis núm. 01 del 8 de febrero de 2010.

Cuadro 22
Sector público consolidado. Balance fiscal, 2009 y 2010

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2009 (pr)	2010 (proy)	2009 (pr)	2010 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(12.865)	(19.510)	(2,6)	(3,8)
1. Gobierno nacional	(20.715)	(23.585)	(4,2)	(4,5)
2. Subtotal sector descentralizado	7.851	4.075	1,6	0,8
Eléctrico	51	179	0,0	0,0
Emcali	46	77	0,0	0,0
EPM	(512)	29	(0,1)	0,0
FAEP	(1.024)	(387)	(0,2)	(0,1)
Resto de entidades	2.060	(1.447)	0,4	(0,3)
Seguridad social	6.451	4.582	1,3	0,9
Regional y local	779	1.042	0,2	0,2
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	599	0	0,1	0,0
C. Balance de Fogafin	926	901	0,2	0,2
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.117)	(499)	(0,2)	(0,1)
E. Ajustes	(1.237)	0	(0,2)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(13.694)	(19.107)	(2,8)	(3,7)

(pr) preliminar.
(proy) proyección.
Nota: déficit (-) o superávit (+).
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

déficit anunciada en el marco fiscal de mediano plazo. No obstante, esta medida no compromete la ejecución de los principales programas y proyectos de inversión pública. El ajuste se efectuó teniendo en cuenta la necesidad de preservar la confianza en la política fiscal y evitar el desplazamiento de la inversión privada, la cual se vería afectada con una ampliación de las necesidades de financiamiento público interno. Así mismo, el Gobierno adoptó una posición prudente frente a las expectativas de recuperación de la economía mundial sobre la cual aún existe incertidumbre. Un deterioro de las actuales expectativas podría limitar el acceso a los mercados financieros internacionales, lo que elevaría el costo del endeudamiento. El ajuste presupuestal recaerá sobre los rubros de deuda externa, gastos de funcionamiento y de inversión.

De acuerdo con las cifras del plan financiero, las finanzas del GNC en 2010 contabilizarán una reducción de 3,8% en los ingresos y un comportamiento estable en los gastos. La evolución de los ingresos estará influenciada por una caída estimada de 7,4% en el recaudo de renta y por la disminución (40,8%) de los excedentes financieros de las empresas. La menor tributación directa es consecuencia de la desaceleración de la actividad económica observada durante el año 2009 y del menor pago por concepto del impuesto a

cargo de Ecopetrol, que se estima en 0,2% del PIB, inferior en medio punto porcentual del producto con respecto al realizado el año anterior. Los demás tributos registrarán aumentos aceptables, especialmente en el caso del IVA interno (8,5%) y del gravamen a los movimientos financieros (8,6%). Durante este año se ejecutará el último giro de recursos del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP) al Gobierno por un monto de US\$187 m.

Durante el 2010 los gastos del GNC registrarán un aumento de 10,9% en intereses y de 3,7% en funcionamiento. Dentro de esta última partida, los servicios personales crecerán 2,9%, los gastos generales 22,1% y las transferencias 2,6%. El bajo dinamismo de las transferencias refleja el hecho de que para este año no se contemplan erogaciones por concepto del subsidio al consumo de combustibles. En 2009 esta partida ascendió a 1,0% del PIB. Para el SGP se asignaron \$22.810 mm, y para el pago de pensiones \$22.756 mm, de los cuales cerca de \$8.000 mm se girarán al ISS. Los gastos de inversión experimentarán una caída de 30,9%, especialmente por los menores gastos en equipo militar. Gran parte de la inversión pública la realizarán las regiones y algunas entidades y empresas públicas dentro de las que sobresale Ecopetrol, que tiene gastos programados por cerca de \$15.000 mm.

El déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración financiera, alcanzará \$24.084 mm, que representan el 4,6% del PIB. El financiamiento externo neto contabilizará \$1.244 mm, producto de desembolsos por \$4.609 mm, y amortizaciones por \$3.365 mm. Por su parte, el crédito interno neto ascenderá a \$11.573 mm, con una colocación de títulos por \$26.049 mm y amortizaciones por \$14.476 mm. Los recursos del portafolio de la Tesorería General de la Nación se estiman en \$6.867 mm y las privatizaciones en \$4.400 mm. Estas últimas incluyen la venta de Isagen por un valor cercano a \$3.000 mm.

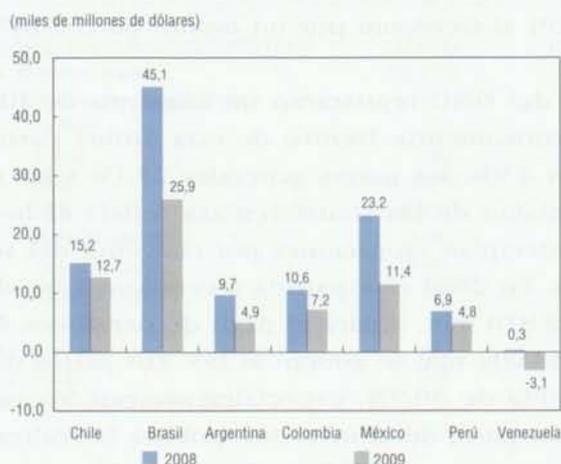
RECUADRO 1

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN COLOMBIA

Este recuadro presenta el panorama general de la inversión extranjera directa IED para algunos países de América Latina durante 2009 y resume los principales hechos relacionados con dichos flujos en Colombia.

En 2009 se observó una reducción generalizada de la (IED) en todos los países de Latinoamérica, como consecuencia de la crisis financiera global de 2008 (Gráfico R1.1). A pesar de ello, estos recursos continuaron siendo la principal fuente de financiación del déficit en cuenta corriente para los países de la región. Las mayores disminuciones en los

Gráfico R1.1
**Inversión extranjera directa
 en América Latina**



Fuente: bancos centrales.

Banco de la República, considera diferentes modalidades de inversión tales como: i) aportes de capital en divisas y, ii) aportes recibidos en especie (importaciones de bienes y servicios). Adicionalmente, la metodología de cálculo incorpora la estimación de utilidades reinvertidas por las empresas con participación accionaria extranjera y de reembolsos de capital efectuados por estas firmas a sus casas matrices. El monto por aportes de capital en divisas se calcula con base en los datos de la balanza cambiaria, y los aportes en especie se estiman a partir de lo reportado en las declaraciones de importación de bienes y en las encuestas de comercio exterior de servicios. Para el cálculo de las utilidades (reinvertidas y giradas) así como para los reembolsos de capital, se utiliza información sectorial y contable de las empresas.

De acuerdo con lo estimado en la balanza de pagos, en 2009 los ingresos brutos por IED¹ en Colombia ascendieron a US\$16.057 m, de los cuales US\$14.125 m correspondieron a nuevos aportes de capital de la casa matriz y US\$1.931 m a reinversión de utilidades. De estos ingresos brutos se deducen las salidas de capital por reembolsos de capital² estimados en

¹ En este concepto se incluyen los nuevos aportes de capital en divisas y en especie efectuados por no residentes en Colombia, así como la reinversión de utilidades por parte de las empresas con capital extranjero. Las empresas reciben flujos financieros que no corresponden a la definición de formación bruta de capital fijo utilizada en las cuentas nacionales.

² Aquí se incluyen las liquidaciones de inversiones originadas en la venta de derechos accionarios de inversionistas extranjeros a residentes colombianos, así como los reembolsos de capital que remiten periódicamente las empresas con capital extranjero a sus casas matrices.

ingresos por IED se observaron en Brasil, México y Argentina, oscilando entre US\$4,8 y US\$19,1 mm. Por su parte, Colombia, Chile y Perú registraron menores caídas de IED, entre US\$2,2 y US\$3,4 mm. Se destaca el caso de Venezuela, único país de la región que durante 2009 presentó desinversiones.

La estimación para Colombia de los flujos de IED en la balanza de pagos, compilada por el

US\$8.856 m, con lo que Colombia recibió flujos netos de IED por US\$7.201 m durante el año. Este monto, el cual representa 3,1% del PIB anual estimado, fue inferior en US\$3.382 m (32%) al observado en 2008, cuando se recibieron US\$10.583 m (Cuadro R1.1).

En el Cuadro R1.2 se aprecian las menores inversiones en el sector petrolero por US\$758 m, así como en otras actividades por US\$2.624 m, principalmente en el sector de manufacturas, eléctrico, establecimientos financieros, transporte y comunicaciones y comercio, entre otras. Hay que destacar que estos sectores efectuaron elevados niveles de

Cuadro R1.1
Flujos netos de inversión directa
(millones de dólares)

	2008	2009	Variación porcentual anual
I. Flujos netos de inversión extranjera directa en Colombia (A + B)	10.583	7.201	(32,0)
A. Ingresos por inversión extranjera directa bruta en Colombia (a + b)	17.773	16.057	(9,7)
a. Nueva inversión	15.439	14.125	(8,5)
b. Reinversión de utilidades	2.334	1.931	(17,3)
B. Egresos por reembolsos de capital	(7.190)	(8.856)	23,2
II. Flujos netos de inversión colombiana directa en el exterior	2.254	3.025	34,2
III. Flujos de inversión directa neta (I - II)	8.329	4.177	(49,9)

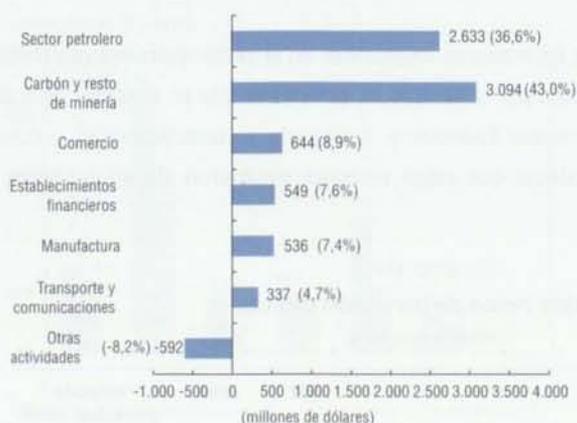
Fuente: Banco de la República (balanza de pagos).

Cuadro R1.2
Flujos netos de inversión extranjera directa en Colombia,
balanza de pagos
(millones de dólares)

Actividad	2008	2009	Variación absoluta	Variación porcentual anual
Sector petrolero	3.392	2.633	(758)	(22,4)
Carbón y resto de minería	1.798	3.094	1.296	72,1
Comercio	1.049	644	(404)	(38,6)
Establecimientos financieros	1.095	549	(546)	(49,8)
Manufactura	1.748	536	(1.212)	(69,4)
Transporte y comunicaciones	853	337	(516)	(60,5)
Otras actividades	649	(592)	(1.241)	(191,3)
Total	10.583	7.201	(3.382)	(32,0)

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

Gráfico R1.2
Flujos netos de IED
según actividad económica



Nota: entre paréntesis aparece la participación porcentual de la IED por actividad económica en el total.

Fuente: Banco de la República.

reembolsos de capital, especialmente algunas empresas del sector eléctrico. Dentro de los reembolsos de capital contabilizados en las actividades industriales sobresalen empresas extranjeras que operan en la fabricación de cemento, de productos químicos y la producción de textiles. Por el contrario, empresas dedicadas a la extracción de carbón y otras actividades mineras recibieron durante 2009 mayores inversiones por

US\$1.296 m con respecto al año anterior, compensando así parcialmente la disminución en los otros sectores.

El Gráfico R1.2 presenta los flujos de IED en 2009 de acuerdo con la actividad económica. En éste se observa que el sector minero en su conjunto explica cerca del 79,53% de los ingresos de IED (36,56% se dirigen al sector petrolero y 42,97% al resto de la actividad minera). Otras ramas que atraen flujos de IED son transporte, almacenamiento y comunicaciones, industria manufacturera, comercio y establecimientos financieros, actividades que registraron elevados montos de reembolsos de capital, en particular en el último trimestre del año.

En 2009, inversionistas colombianos adquirieron activos productivos externos por US\$3.025 m, con un incremento anual de 34%. Estas inversiones fueron efectuadas principalmente por empresas colombianas del sector minero, adquiriendo participaciones accionarias en las economías de los Estados Unidos y algunos países latinoamericanos, especialmente en actividades relacionadas con la distribución de combustibles y la exploración y explotación petroleras.

Dados los ingresos netos de IED en el país por US\$7.201 m y las inversiones directas de Colombia en el exterior de US\$3.025 m, los flujos de inversión directa neta en 2009 ascendieron a US\$4.177 m, con una reducción anual de US\$4.153 m (50%) (Cuadro R.1.1).

RECUADRO 2

EFFECTOS DE LA CRISIS COMERCIAL CON VENEZUELA*

En este recuadro se analizarán los efectos de la crisis comercial con Venezuela sobre la dinámica de las exportaciones y la estabilidad del sistema financiero colombiano en el año 2009.

1. Evolución de las exportaciones a Venezuela

El mercado venezolano ha sido históricamente un destino importante para las exportaciones colombianas. Esta dependencia se intensificó de 2005 a 2008 con el incremento de la demanda por nuestros productos por parte de Venezuela, asociada con el aumento en los precios del petróleo y el desabastecimiento interno¹. La cercanía geográfica, las preferencias arancelarias, la tradición comercial y la alta rentabilidad, entre otros factores, hicieron que los exportadores nacionales capturaran una buena parte de la creciente demanda venezolana.

En efecto, las ventas al vecino país se triplicaron entre 2005 y 2008 al pasar de US\$2.098 m a US\$6.092 m, registrando importantes incrementos para la mayoría de los bienes exportados a lo largo de este período (Cuadro R2.1). Esta dinámica aportó en promedio una cuarta parte del crecimiento total en dólares de las exportaciones del país de 2006 a 2008. Además, el comercio bilateral exhibió una balanza comercial positiva para Colombia, que por su magnitud amortiguó los déficits frente a otros países (China, Japón, Alemania, México y Brasil, entre otros).

La menor demanda por importaciones por efecto de la caída del precio del petróleo frente a sus niveles de 2007-2008², la consecuente restricción que ha tenido que afrontar Venezuela en materia de divisas y las diferencias de orden político entre los dos países ocurridas durante 2009, afectaron de manera significativa el comportamiento y la estructura de las exportaciones colombianas hacia dicho destino. Como consecuencia de estos hechos, las ventas disminuyeron 33,5% en el año. Al cierre de 2009 el monto exportado fue

* El presente recuadro fue elaborado con base en el documento de Pilar Esguerra *et al.* (2010). "El comercio colombo-venezolano: características y evolución reciente", documento interno, Banco de la República.

¹ Sobre las características de la evolución reciente de la economía venezolana, véase el Recuadro "La economía venezolana y el impacto sobre la economía colombiana de la disminución del comercio bilateral" del *Informe de Inflación* de septiembre de 2009.

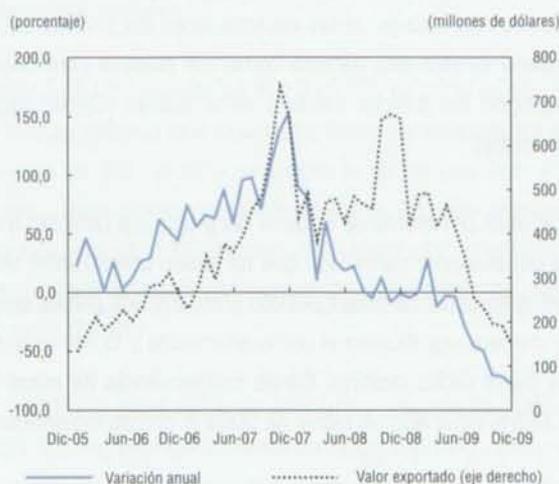
² Los precios del petróleo alcanzaron sus niveles más altos en términos históricos en 2007 y 2008, mientras que en la primera parte de 2009 descendieron, para volver a aumentar en el segundo semestre, pero sin llegar a los niveles de los años anteriores.

Cuadro R2.1
Exportaciones colombianas totales y a Venezuela

	2005	2006	2007	2008	2009
Millones de dólares					
Exportaciones totales	21.190	24.391	29.991	37.626	32.853
Exportaciones a Venezuela	2.098	2.702	5.210	6.092	4.050
Variación porcentual anual					
Exportaciones totales	26,65	15,10	22,96	25,46	(12,69)
Exportaciones a Venezuela	29,20	28,80	92,85	16,91	(33,52)
Participación					
De las exportaciones a Venezuela en las exportaciones totales	9,90	11,08	17,37	16,19	12,33
De las exportaciones a Venezuela en las exportaciones no tradicionales industriales	22,57	24,72	37,34	36,71	29,35
Aporte de Venezuela en la variación de las exportaciones totales	2,83	2,85	10,28	2,94	(5,43)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.1
Exportaciones mensuales a Venezuela



Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

similar al de principios de 2006 e inferior a lo registrado en los dos años anteriores (Gráfico R2.1).

Entre enero y junio de 2009 las exportaciones al vecino país presentaron un promedio mensual de US\$447 m y una tasa de variación anual del -0,2%. Aumentaron los despachos de alimentos y bebidas, productos de metal y gas natural, que fueron compensados por la disminución en la exportación de otros productos, entre los que se

destacan las prendas de vestir, automotores y autopartes, y agropecuarios (Cuadro R2.2).

La caída de las ventas a Venezuela se intensificó en la segunda parte del año. El valor exportado durante el primer semestre de 2009, de hecho, registró un nivel similar al de un

Cuadro R2.2
Exportaciones a Venezuela por sectores
 (clasificación CIIU, revisión 3)

Sector	Enero-junio			Julio-diciembre			Diciembre		
	2008	2009	Variación (%)	2008	2009	Variación (%)	2008	2009	Variación (%)
Alimentos y bebidas	461	647	40,4	684	171	(74,9)	146	20	(86,5)
Cuero y zapatos	180	128	(28,9)	301	24	(92,0)	49	1	(97,9)
Textiles	335	314	(6,4)	358	89	(75,1)	75	9	(87,4)
Prendas de vestir	314	88	(72,1)	238	84	(64,5)	35	11	(67,7)
Productos de metal	47	107	127,0	157	26	(83,7)	33	3	(92,2)
Automotores y autopartes	137	39	(71,7)	156	42	(73,4)	34	5	(84,5)
Agropecuarios	147	53	(64,0)	111	15	(86,3)	12	0	(99,3)
Químicos	281	288	2,6	347	242	(30,3)	60	22	(63,2)
Maquinaria y aparatos eléctricos	85	87	1,9	110	57	(48,5)	17	8	(51,2)
Caucho y plástico	93	89	(4,4)	107	59	(45,1)	23	8	(63,0)
Minerales no metálicos	87	76	(13,0)	95	51	(45,7)	18	8	(57,2)
Edición e impresión	45	46	3,1	59	19	(67,2)	12	3	(71,5)
Muebles	65	38	(42,2)	63	29	(53,3)	13	4	(65,9)
Maquinaria y equipo	119	189	58,5	208	100	(52,0)	41	8	(79,7)
Papel y cartón	97	157	61,1	143	94	(34,0)	28	10	(62,9)
Petróleo crudo y gas natural	33	132	300,9	92	128	40,0	26	13	(52,3)
Otros	162	209	28,7	174	133	(23,7)	40	13	(67,8)
Total	2.690	2.686	(0,2)	3.401	1.364	(59,9)	662	148	(77,7)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

año atrás. En el segundo semestre se comenzó a observar una tendencia decreciente de las compras por parte del vecino país a Colombia, hasta alcanzar en los últimos meses reducciones anuales del 71%. Hay que recordar que entre julio y diciembre del año pasado se hicieron patentes los graves problemas de liquidez externa que afronta la economía venezolana a causa de la disminución de los precios del petróleo, contrario a lo ocurrido en el período 2004-2008. Estas restricciones llevaron a las autoridades de ese país a ejercer mayor control sobre la asignación de divisas a la tasa de cambio oficial, lo cual encareció las compras externas. Al tiempo se presentaron demoras en trámites administrativos, tales como retrasos en los permisos sanitarios para algunos productos alimenticios y cosméticos.

Lo anterior se reflejó, en la segunda mitad del año, en un promedio mensual de exportación de US\$220 m y una variación anual del -60%, caracterizada por una marcada tendencia decreciente del total exportado y una disminución generalizada de los bienes despachados, tales como cuero y zapatos, alimentos y bebidas, textiles y confecciones, entre otros

(Cuadro R2.2). A comienzos de 2010 las exportaciones a Venezuela continúan reduciéndose a tasas elevadas.

En cuanto a la composición de la canasta exportadora, se han registrado cambios significativos en los últimos tres años. En 2006 los primeros tres productos de exportación fueron automotores y autopartes, alimentos y bebidas, y químicos; mientras que en 2008 las restricciones a la venta de vehículos implicó que el primer lugar en ventas fuese tomado por alimentos y bebidas, seguido de textiles, y químicos. Sobresale el incremento y la participación de prendas de vestir, cuero y manufacturas y productos de metal en este mismo período. Las menores exportaciones registradas en 2009 no implicaron un cambio de los tres primeros bienes despachados con respecto al año anterior, pero sí se observó una mayor participación del gas natural, papel y cartón, y maquinaria y equipo dentro de los flujos de ventas al vecino país.

La disminución de las compras externas por parte del vecino país no fue un hecho que afectó exclusivamente a las exportaciones colombianas. En efecto, de acuerdo con las cifras oficiales de Venezuela, el total de importaciones de ese país en 2009 disminuyó 22,3% (-US\$11.040 m) frente a lo registrado en 2008, cuando este mercado importó mercancías por US\$49.482 m. Esta reducción ocurrió principalmente por el descenso en las compras de material eléctrico y de transporte, productos agrícolas, alimentos, y plástico y sus manufacturas. Por país de origen, la disminución de las importaciones venezolanas se originó principalmente por los menores despachos de mercancías desde Colombia, los Estados Unidos, Brasil y México. A pesar del descenso en las compras de Venezuela a Colombia, en 2009 el mercado colombiano fue el segundo origen de las importaciones venezolanas, detrás de los Estados Unidos y delante de China, Brasil y México. Cabe mencionar que aunque Colombia supera a China en la participación del valor total de las compras externas de Venezuela, este país en los últimos años se ha convertido en un fuerte competidor para Colombia en el suministro de textiles, confecciones y manufacturas de cuero.

2. Efectos de la crisis venezolana sobre los mercados de destino de las firmas que exportan a Venezuela

La disminución generalizada de la demanda mundial asociada con la reciente crisis económica, las características especiales del mercado venezolano (cercanía, vías de acceso, preferencias arancelarias, tradición comercial, conocimiento del cliente, rentabilidad) y su relevancia como principal o único destino para una porción significativa de las firmas exportadoras (Cuadro R2.3) y sus productos, han sido condiciones determinantes para el aumento de las exportaciones a otros países en el corto plazo. En estas condiciones, la

diversificación de destinos se convierte en uno de los principales retos para Colombia en el futuro inmediato.

A pesar de las restricciones existentes, entre julio y diciembre de 2009 algunas de las firmas que exportan alimentos, bebidas y químicos (Cuadro R2.4) incrementaron el valor exportado a otros destinos, dentro de los que se cuentan los Estados Unidos, resto de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) y Asia. Este incremento, sin embargo, no logró compensar las disminuciones de ventas a Venezuela, pero constituye un reflejo del esfuerzo que realizan los exportadores por compensar las dificultades que enfrentan actualmente con la situación del mercado vecino. Para el resto de productos infortunadamente se observó una reducción generalizada en el agregado del resto de destinos, con lo cual la caída de las exportaciones no fue un fenómeno exclusivo del mercado venezolano.

3. Impacto en el número de exportadores y en sus ingresos

En la evolución del comercio bilateral el número de exportadores al mercado venezolano siempre ha estado en relación directa con el valor exportado a dicho destino. Con el crecimiento exportador entre 2005 y 2008 se registró un incremento en el número de exportadores. De igual forma, en 2009 la disminución de las ventas al vecino país vino acompañada de un menor número de firmas exportadoras. De hecho, entre julio y diciembre del año pasado el valor de los despachos cayó cerca del 60%, y al tiempo se registró una tasa promedio mensual de decrecimiento del número de exportadores de 30%. Para el año completo la disminución del número de exportadores fue de 7,2% (Gráfico R2.2 y Cuadro R2.5).

Cuadro R2.3

Firmas exportadoras de Colombia y su distribución porcentual por destino

	Número de firmas	Porcentaje		
		Sólo a Venezuela	Venezuela y otros	Otros
2005	11.720	5,8	15,4	78,8
2006	11.427	6,6	15,7	77,6
2007	11.433	10,0	17,3	72,7
2008	11.298	13,6	16,4	70,0
2009	10.728	13,5	14,9	71,7

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

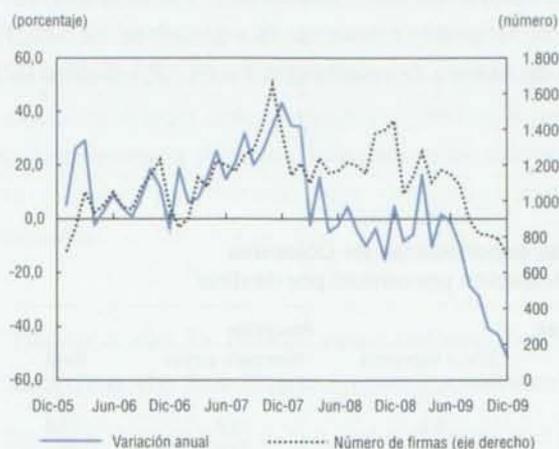
Cuadro R2.4

Principales productos industriales de exportación^{a/} por destino

Sector	Variación absoluta 2008-2009 (julio-diciembre)	
	Otros	Venezuela
Alimentos y bebidas	141,6	(512,6)
Químicos	47,1	(105,1)
Maquinaria y aparatos eléctricos	1,6	(53,3)
Edición e impresión	(9,7)	(39,5)
Minerales no metálicos	(9,2)	(43,2)
Cuero y zapatos	(9,9)	(276,5)
Papel y cartón	(12,5)	(48,4)
Maquinaria y equipo	(29,9)	(108,3)
Productos de metal	(22,3)	(131,2)
Caucho y plástico	(33,1)	(48,5)
Muebles	(25,6)	(33,5)
Textiles	(42,7)	(269,1)
Automotores y autopartes	(60,4)	(114,9)
Prendas de vestir	(64,3)	(153,3)

a/ No incluye refinados del petróleo ni ferróniquel.
Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

Gráfico R2.2

Firmas exportadoras a Venezuela
(mensual)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Además de la reducción en el número de exportadores, aquellos que permanecieron vendiendo al mercado venezolano lo hicieron en montos inferiores al de los años anteriores. En 2009 se observó una leve transición de firmas exportadoras grandes a firmas que venden menos de US\$500.000, dinámica opuesta a la observada los años anteriores, cuando las firmas que exportaban más de este monto aumentaron de manera importante.

Cuadro R2.5
Firmas exportadoras a Venezuela

Año	Número	Variación porcentual anual
2005	2.487	9,8
2006	2.555	2,7
2007	3.123	22,2
2008	3.386	8,4
2009	3.040	(10,2)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Las cifras disponibles más recientes muestran que el mercado venezolano es una fuente importante en los ingresos por exportaciones de las firmas analizadas (Gráfico R2.3 panel A). Sin embargo, para la mayoría de éstas las ventas a Venezuela no constituyen la principal fuente de los ingresos operacionales (Gráfico R2.4 panel B). En su mayoría, las empresas que venden a Venezuela concentran sus negocios principalmente en el mercado interno colombiano. A pesar de ello, las exportaciones al vecino país impulsaron la dinámica de los ingresos totales de estas firmas exportadoras, especialmente entre 2006 y 2008. Por la misma razón, aunque aún no se encuentra disponible la información para 2009, se espera un impacto negativo en los ingresos externos de las firmas dado el cierre del mercado venezolano. Esto muy seguramente afectará la dinámica de sus ingresos totales, pero no necesariamente implicará el cierre de las empresas.

4. Endeudamiento de las empresas exportadoras a Venezuela con el sistema financiero colombiano

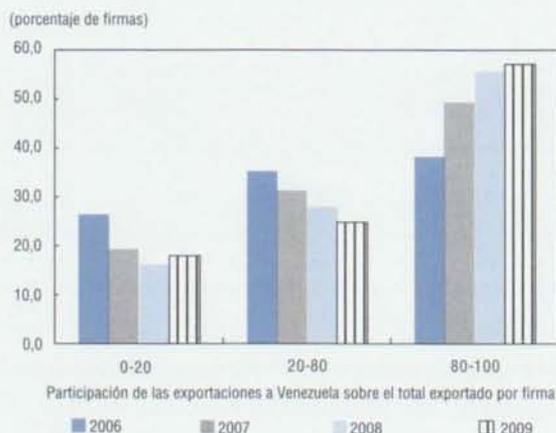
Otro aspecto que merece atención es el posible impacto que puede tener la disminución sustancial de las ventas a Venezuela sobre el sector financiero colombiano, debido a que las empresas cuyos ingresos tienen alguna dependencia del mercado del país vecino pueden incumplir sus obligaciones financieras por efecto de la crisis³. Dentro de las entidades de crédito que otorgan préstamos a las empresas exportadoras a Venezuela sobresalen los bancos, con una participación de 90,7%, para los cuales la cartera de las empresas de la muestra considerada representa el 16,1% de la cartera total.

³ Para analizar el nivel de endeudamiento de las empresas exportadoras a Venezuela se utilizó la información de cartera comercial reportada a la Superintendencia Financiera de Colombia a diciembre de 2009. De las 3.040 empresas que exportaron a ese país durante dicho año, 2.058 se encontraban endeudadas con entidades del sistema financiero colombiano.

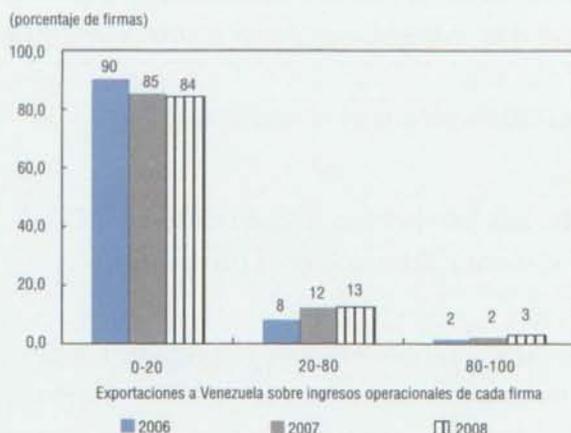
Gráfico R2.3

Distribución porcentual de las firmas exportadoras a Venezuela

A. Según la participación de sus ventas a dicho país dentro del valor total exportado por firma



B. Según la participación de sus ventas a dicho país dentro de sus ingresos operacionales



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

En el Cuadro R2.6 se presentan tanto el número de créditos como el monto de cartera comercial otorgado a empresas exportadoras a Venezuela, por tipo de entidad. Para los bancos comerciales, aunque el número de créditos en manos de empresas exportadoras a Venezuela representa tan sólo el 1,3% de los créditos totales, por monto esto representa el 16,1% de la misma. Para las compañías de financiamiento comercial (CFC) la participación de la cartera a los exportadores al país vecino por número de créditos y por monto es de 2,4% y 8,7%, en su orden. Lo anterior sugiere que el monto promedio por crédito para estas empresas es alto.

Para analizar el nivel de riesgo que enfrenta cada entidad, en el Cuadro R2.7 se muestra el indi-

cador de calidad de cartera (IC) tanto para los bancos comerciales como para el total de las CFC. Para la mayoría de las entidades el IC de la cartera otorgada a las empresas exportadoras a Venezuela es mejor que el IC del total de su cartera comercial. Un comportamiento similar se presenta para el caso de las CFC.

Cuadro R2.6

Participación por monto y número de los créditos otorgados a empresas exportadoras a Venezuela

Entidad	Cartera exportadores		Cartera comercial total		Participación porcentual	
	Número de créditos	Monto (miles de millones de pesos)	Número de créditos	Monto (miles de millones de pesos)	Número de créditos	Monto
1	1.618	3.110	103.641	19.769	1,6	15,7
2	1.131	2.496	104.696	14.638	1,1	17,1
3	539	1.635	52.148	9.392	1,0	17,4
4	813	963	37.569	6.073	2,2	15,8
5	393	959	20.875	5.904	1,9	16,3
6	476	594	6.719	3.710	7,1	16,0
7	303	669	4.346	2.531	7,0	26,4
8	272	445	7.356	3.110	3,7	14,3
9	31	220	66.882	3.702	0,0	5,9
10	237	415	9.954	2.623	2,4	15,8
11	154	324	7.756	1.678	2,0	19,3
12	219	255	2.932	1.902	7,5	13,4
13	170	215	931	805	18,3	26,7
14	59	129	538	515	11,0	25,1
15	99	120	61.185	1.569	0,2	7,7
16	4	35	17	133	23,5	26,1
17	9	1	584	52	1,5	1,7
Total bancos	6.528	12.585	488.979	78.110	1,3	16,1
Total compañías de financiamiento comercial	2.171	1.273	91.721	14.693	2,4	8,7

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

5. Consideraciones finales

En suma, el impacto de la situación de la economía venezolana y de los factores políticos que han llevado a la restricción de las exportaciones de nuestro país en ese mercado ha sido significativo, y especialmente se ha concentrado en el segundo semestre de 2009. En diciembre del mismo año llegaron a US\$148 m, cuando un año atrás eran de US\$662 m. Esto se ha observado tanto en la dinámica como en la composición de los flujos de comercio, así como en el comportamiento de los ingresos de las empresas exportadoras. En general, no se espera que se presenten cierres de empresas por la crisis exportadora con Venezuela, puesto que para la mayor parte de las firmas sus ingresos totales dependen más del mercado interno que de sus ventas a ese país. Ante esta coyuntura, algunos exportadores que despachan bebidas y alimentos y productos químicos han iniciado el proceso de sustitución de destinos, aunque ello no ha alcanzado a compensar el impacto de la caída general de las ventas a Venezuela.

Cuadro R2.7

**Cartera riesgosa de empresas exportadoras a Venezuela
frente a cartera comercial total**

Entidad	Cartera de exportadoras		Cartera comercial total	
	Cartera riesgosa (miles de millones de pesos)	Índice de calidad	Cartera riesgosa (miles de millones de pesos)	Índice de calidad
1	135,9	4,4	1.496,2	7,6
2	310,1	12,4	1.543,1	10,5
3	36,8	2,3	637,1	6,8
4	77,3	8,0	543,9	9,0
5	26,9	2,8	471,3	8,0
6	16,5	2,8	207,4	5,6
7	9,2	1,4	72,3	2,9
8	73,5	16,5	330,0	10,6
9	3,7	1,7	681,0	18,4
10	12,7	3,1	325,9	12,4
11	3,8	1,2	88,7	5,3
12	23,0	9,0	347,0	18,2
13	22,2	10,4	44,2	5,5
14	1,3	1,0	31,0	6,0
15	1,0	0,9	229,9	14,7
16	0,0	0,0	9,8	7,4
17	0,0	0,0	3,1	5,9
Total bancos	754,1	6,0	7.062,5	9,0
Total compañías de financiamiento comercial	79,8	6,3	1.782,2	12,1

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

En cuanto al posible impacto que puede tener la disminución marcada de las ventas a Venezuela sobre el sistema financiero colombiano, no se espera que éste sea importante. En el análisis realizado sobre la calidad de la cartera de las empresas exportadoras al vecino país, se pudo concluir que son buenas deudoras. En este sentido, no es probable que haya incumplimientos generalizados que afecten al sistema bancario.

En el corto plazo se espera que continúe la tendencia a la disminución de las ventas a Venezuela, de tal manera que al final de 2010 puedan estar en los niveles observados en 2005. Esto ocurrirá tanto por el deterioro de la actividad económica en el vecino país como por las crecientes limitaciones en materia de divisas y las restricciones comerciales que se enfrentan en ese mercado. Para los exportadores colombianos el proceso de sustitución de mercados también continuará, aunque de manera lenta, ya que se desarrollará en un ambiente en el cual la recuperación mundial aún está lejos de consolidarse. Los principales destinos de sustitución de estas ventas serían los mercados de los Estados Unidos, Aladi y Asia.

RECUADRO 3

REGLAS FISCALES: EXPERIENCIA NACIONAL E INTERNACIONAL

Un comité técnico interinstitucional creado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público del que hacen parte funcionarios de dicho ministerio, del Banco de la República y del Departamento Nacional de Planeación, con la asesoría de reconocidos expertos nacionales, viene trabajando actualmente en el diseño de una regla fiscal para Colombia.

El objetivo fundamental que se persigue con la regla es el de consolidar el ajuste fiscal y blindar las finanzas públicas en el largo plazo. La regla permitirá aumentar la credibilidad de la política fiscal, asegurará un manejo fiscal contracíclico, y garantizará que la deuda pública sea sostenible en el tiempo. El Gobierno colombiano ha usado reglas fiscales en el pasado para limitar el crecimiento del gasto y el endeudamiento de los entes territoriales y para propiciar la transparencia y responsabilidad fiscal del sector público. Sin embargo, el alcance de dichas reglas ha sido limitado, pues no garantizan un manejo contracíclico de la política fiscal, ni introducen metas específicas de déficit y de deuda en el mediano plazo, quedando ello a discreción de la autoridad fiscal.

En este recuadro se discuten el tipo de reglas fiscales que se pueden utilizar, la aplicación internacional de las mismas, y la experiencia que hasta el momento se ha logrado en Colombia con el uso de dichas reglas.

1. Evidencia internacional

El tipo de regla fiscal que puede utilizar un país depende de factores como el grado de medición que se pueda lograr sobre los objetivos que persiguen, la cobertura institucional y la estrategia de implementación. En tanto un objetivo sea fácilmente cuantificable (déficit fiscal o deuda pública, por ejemplo), se puede llevar a cabo con mayor efectividad un proceso de seguimiento que permita evaluar el desempeño de la regla fiscal. Los países de la Unión Monetaria Europea (EMU, por su sigla en inglés) y algunos países de América Latina han adoptado reglas fiscales cuantitativas de sencilla cuantificación. Otras reglas enfatizan la prohibición del financiamiento del gobierno con recursos del banco central u otras fuentes del mercado local, así como el tema de la transparencia fiscal (impulsadas desde los años noventa por gobiernos como los de Canadá y Nueva Zelanda).

En el Cuadro R3.1 se resumen los principales tipos de reglas fiscales utilizadas internacionalmente y en el Cuadro R3.2 se identifican los países donde se han utilizado, las fechas en que comenzaron a regir y los niveles de gobierno a los que se les aplica.

Cuadro R3.1

Principales tipos de reglas fiscales

I. Reglas de equilibrio presupuestal o límites al déficit:

- Equilibrio entre ingresos y gastos corrientes (balance corriente [BC]). Se admite sólo el financiamiento de la inversión pública (*regla de oro*).
- Equilibrio entre ingresos y gastos globales (balance total [BT]) o limitación del déficit global como proporción del PIB.
- Equilibrio entre ingresos y gastos estructurales (balance estructural [BE]), es decir, los ingresos y gastos son ajustados por variaciones cíclicas.
- Límites cuantitativos al balance fiscal (total o primario) estructural como proporción del PIB.

II. Reglas de financiamiento del déficit:

- Prohibición al financiamiento por parte del banco central.
- Límites al financiamiento como proporción de los ingresos o gastos.
- Prohibición al financiamiento interno (PFI).

III. Reglas de endeudamiento o reservas:

- Límite al *stock* de deuda (bruta o neta) como proporción del PIB. Este límite puede ser anual (LA), permanente (LP) o futuro (LF).
- Meta para las reservas de los fondos contingentes (FC) como proporción de los pagos anuales de prestaciones, o fondos de estabilización de productos primarios.

Fuentes: Kopits y Simansky (1998), OCDE (2002) y Banco de la República.

También describe características particulares de la regla para cada país: si tienen o no cláusulas de escape, el tipo de norma mediante la cual se establece la regla, y la sanción en caso de incumplimiento.

Las reglas fiscales que buscan el equilibrio entre los ingresos y gastos del gobierno son las más aplicadas. Se pueden analizar según el período de tiempo y el nivel de gobierno. En el corto plazo la regla de equilibrio entre ingresos y gastos corrientes (BC), en donde sólo se admite el financiamiento de gastos de capital, se convierte en una regla que asegura la solvencia fiscal en el corto plazo. Esta regla se aplica en los gobiernos subnacionales de varios países (los Estados Unidos, Suiza, Canadá y Colombia), así como en los gobiernos federales y subnacionales de Alemania y Brasil.

En el mediano plazo la regla de equilibrio entre ingresos y gastos totales (BT), o la que limita el déficit global como proporción del PIB, consideran tanto el balance primario, como el pago de intereses corriente y acumulado. Esta regla limita la posibilidad de acumular nueva deuda y busca conducir las finanzas públicas por una senda sostenible de mediano plazo.

La regla de balance estructural (BE) permite que actúen plenamente los estabilizadores automáticos. El objetivo de mediano y largo plazos es dar continuidad a la acción fiscal, independientemente de cuál sea la etapa del ciclo económico por la que atraviese la

economía. Algunos países establecen la consecución de un superávit estructural (SE) que genere una reducción en el *stock* de la deuda pública (p. e. Chile).

Las reglas de financiamiento del déficit hacen referencia al papel delimitador que debe existir entre la política monetaria y la fiscal. Limitar, o eliminar, el uso de una fuente de financiamiento como el banco central genera credibilidad y confianza en ambas instituciones. En el caso de Indonesia, por ejemplo, se pueden conceder «cupos» al gobierno una vez alcanzadas las metas de estabilidad fiscal. En Colombia la Constitución Política de 1991 estableció que el banco central no puede hacer préstamos directos al gobierno, excepto en el caso de una decisión unánime por parte de todos los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República.

A nivel de los gobiernos subnacionales (GS) las reglas de financiamiento cobran mayor importancia, debido a que su implementación es menos compleja en términos políticos. Ésta es una de las principales herramientas utilizadas por los gobiernos centrales para reducir los rescates (*bailout*) de los gobiernos subnacionales y hacer sostenibles las finanzas públicas (Argentina, Brasil, Canadá, Colombia y los Estados Unidos).

La regla que limita el saldo de la deuda (bruta o neta) es un instrumento que contribuye de forma importante, junto con el límite al déficit (primario o total estructural), a la sostenibilidad fiscal en el mediano y largo plazos. Esta regla ganó mucho espacio internacional desde la implementación del Tratado de Maastricht por parte de la EMU, que limitó la relación deuda/PIB a 60% y el déficit fiscal a 3% del PIB.

Algunos países han establecido reglas para la construcción y manejo de las reservas de fondos contingentes y de estabilización (FC), como aquellos creados en países con alta dependencia financiera proveniente de la exportación de productos primarios (petróleo o cobre). Generalmente, los fondos buscan proveer solvencia a sus beneficiarios (entidades públicas o mixtas) y propiciar la estabilidad macroeconómica cuando se utilizan como un instrumento contracíclico, es decir, de ahorro en tiempos de auge y de desahorro en momentos de escasez (p. e. los Estados Unidos, Colombia y Chile).

Varios tipos de reglas adicionales han sido adoptadas internacionalmente con el fin de limitar el crecimiento del gasto público. En particular, se han implementando reglas para controlar el gasto primario (Argentina, Ecuador y Perú), el crecimiento de los gastos de personal (Brasil y Colombia), y en algunos casos, para restringir el servicio de la deuda de los GS (Colombia). En muchos casos se expresan como normas cualitativas o directrices de tipo legal sobre el destino de los fondos públicos o en restricciones al uso de ciertas fuentes del financiamiento, en otros como metas cuantitativas y en algunos se formulan

Cuadro R32.2
Experiencia internacional con reglas fiscales

Pais	Fecha efectiva ^{a/}	Cobertura	Reglas básicas
Balance fiscal			
Países emergentes			
Argentina	2000	Gobierno nacional (central, federal) ^{a/}	Equilibrio sobre el balance fiscal, límite sobre el déficit
Brasil	2001	Gobierno nacional (central, federal), gobierno subnacional	Balance corriente
Chile	2000	Gobierno nacional (central, federal)	Meta para el superávit estructural (límites como % del PIB anual, excepto si se especifica en una base multianual)
Colombia	1997, 2001	Gobierno nacional (central, federal), gobierno subnacional	Balance corriente
Ecuador	2003	Gobierno nacional (central, federal)	Balance no petrolero, límite sobre el déficit
Estonia	1998	Gobierno general	Equilibrio sobre el balance fiscal
India	2004	Gobierno nacional (central, federal) ^{a/}	Balance corriente, límite sobre el déficit
Indonesia	1967	Gobierno general	Prohibición al financiamiento doméstico del déficit
México	1917, 2003	Gobierno subnacional, gobierno nacional (central, federal)	Balance corriente
Perú	2000	Gobierno nacional (central, federal)	Equilibrio sobre el balance fiscal, límite sobre el déficit
Venezuela	2004	Gobierno nacional (central, federal)	Equilibrio sobre el balance fiscal
Países industrializados			
Alemania	1969	Gobierno nacional (central, federal),	Balance corriente

Cláusulas de escape	Reglas adicionales	Estatuto	Sanción
Balance fiscal			
Países emergentes			
Fondos contingentes	Límite al gasto primario	Disposición legal	Repudio
	Límite al pago de salarios	Enmienda constitucional, disposición legal	Judicial
Fondos contingentes, multianual		Directriz de política	Repudio
Fondos contingentes	Límite al pago de salarios, límite al servicio de la deuda (límites en términos del PIB o de su crecimiento anual)	Disposición legal	Judicial, financiera
Fondos contingentes	Límite al gasto primario	Disposición legal	Judicial
Fondos contingentes		Directriz de política	Repudio
		Disposición legal	Repudio
		Directriz de política	Repudio
Fondos contingentes		Enmienda constitucional	Repudio
Fondos contingentes	Límite al gasto primario	Disposición legal	Judicial
Fondos contingentes, multianual	Límite al gasto total	Enmienda constitucional, disposición legal	Repudio
Países emergentes			
		Enmienda constitucional	

Cuadro R32.2 (continuación)
Experiencia internacional con reglas fiscales

País	Fecha efectiva ^M	Cobertura	Reglas básicas
Balance fiscal			
Países industrializados			
Canadá	varios	Gobierno subnacional	Balance corriente
Estados Unidos	varios	Gobierno subnacional	Balance corriente
Unión Monetaria Europea	1997	Gobierno general	Equilibrio sobre el balance fiscal, límite sobre el déficit fiscal
Nueva Zelanda	1994	Gobierno general	Balance operacional
Suiza	varios	Gobierno subnacional	Balance corriente
País	Fecha efectiva ^M	Cobertura	Reglas básicas
Deuda pública			
Países emergentes			
Brasil	2000	Gobierno nacional (central, federal), gobierno subnacional	Límite del <i>stock</i> de deuda futura
Colombia	2004	Gobierno subnacional	Límite del <i>stock</i> de deuda futura
Ecuador	2003	Gobierno nacional (central, federal)	Límite permanente sobre el <i>stock</i> de deuda
Polonia	1998	Gobierno general, gobierno subnacional	Límite permanente sobre el <i>stock</i> de deuda
Países industrializados			
Unión Europea	1997	Gobierno general	Límite permanente sobre el <i>stock</i> de deuda
Nueva Zelanda	1994	Gobierno general	Límite para un año dado sobre el <i>stock</i> de deuda (límites como % del PIB o del ingreso gubernamental)

Cláusulas de escape	Reglas adicionales	Estatuto	Sanción
Balance fiscal			
Países industrializados			
		Disposición legal	Judicial
Fondos contingentes		Enmienda constitucional	Judicial
multianual		Tratado internacional	Financiera
multianual		Disposición legal	Repudio
		Enmienda constitucional	Judicial
Deuda pública			
Países emergentes			
		Enmienda constitucional, disposición legal	Judicial
		Disposición legal	Repudio
		Disposición legal	Judicial
		Enmienda constitucional, disposición legal	Judicial
Países industrializados			
		Tratado internacional	Judicial
		Disposición legal	Repudio

para controlar el uso de ingresos extraordinarios del Estado, saldar pasivos financieros o ahorrar. Las metas cuantitativas se pueden fijar sobre el balance total o primario o, alternativamente, sobre dichos balances ajustados por el ciclo económico. Según se describe, las reglas fiscales tienen numerosas ventajas para el manejo de las finanzas públicas. Sin embargo, para que una regla fiscal tenga éxito se requiere que se cumplan ciertas condiciones. En primer término, una regla fiscal debe ser creíble. Para ello es necesario que las autoridades hayan demostrado previamente su capacidad de controlar las finanzas públicas. Una regla que se trate de establecer en un contexto de un desajuste fiscal muy grande, probablemente no contará con ninguna credibilidad. Igualmente, el respaldo de la sociedad es crucial para su éxito. Así como la sociedad valora una baja tasa de inflación, y apoya al banco central en su tarea de controlarla, en el caso de la regla fiscal el público debe valorar la estabilidad económica que aquella ofrece, y estar dispuesto a hacer los sacrificios económicos necesarios que la regla exige.

De otra parte, las reglas fiscales están sujetas a ciertas limitaciones. Algunas son de carácter técnico, como la dificultad de estimar el PIB potencial, o la brecha de producto, que son elementos necesarios para calcular los balances fiscales estructurales. Otras limitaciones son de carácter práctico. Entre ellas una de las más importantes es la inflexibilidad del gasto. Cuando el gasto es inflexible, bien sea porque lo ordena la ley, o porque existen destinaciones específicas sobre algunos ingresos, o porque se han aprobado vigencias futuras (autorización de partidas presupuestales con anterioridad a la vigencia fiscal) el cumplimiento de la regla podría enfrentar dificultades. Por esa razón, uno de los requisitos para el éxito de una regla fiscal, es el de tratar de limitar las inflexibilidades del gasto.

2. El caso de Colombia

En Colombia existen principios generales de manejo fiscal y reglas cualitativas y cuantitativas en la propia Constitución Política, en normas del legislativo y en decretos del Ejecutivo. Las reglas son aplicables tanto para las finanzas del Gobierno nacional central como para las finanzas de las entidades territoriales. Algunas de las reglas son de carácter cualitativo o de procedimiento y tienen que ver con la elaboración, aprobación, ejecución y control del presupuesto. Otras restringen cuantitativamente el endeudamiento, limitan el crecimiento del gasto así como las fuentes del financiamiento del Gobierno.

Las reglas fiscales de carácter constitucional se centran en el presupuesto general de la nación, en el sistema general de participaciones (SGP) y la relación entre el Ejecutivo y el banco central, mediante el mandato que prohíbe otorgar crédito al Gobierno con recursos de emisión monetaria, salvo cuando se logre un acuerdo unánime por parte de la Junta Directiva del Banco de la República.

Las normas sobre el presupuesto corresponden a principios generales que se recogen y desarrollan en el estatuto orgánico del presupuesto. Por ejemplo, las normas sobre el SGP se han venido ajustando desde 1991, con el objeto de atender adecuadamente la prestación de los servicios de educación, salud y saneamiento básico de las regiones.

Dentro de las reglas fiscales con carácter legislativo se destacan las leyes 358 de 1997, 617 de 2000 y 819 de 2003 (Cuadro R3.3). Mediante la denominada Ley de semáforos el Gobierno estableció un conjunto de reglas cuantitativas para limitar el endeudamiento de los GS y lograr su solvencia financiera. Por su parte, la Ley de responsabilidad fiscal territorial (LRF) instauró reglas para frenar el crecimiento del gasto público de los GS y parte del gasto corriente del Gobierno central. En 2003 se implementó la LRF, la cual estipuló reglas para propiciar la transparencia y responsabilidad fiscal de todo el sector público mediante la presentación anual del marco fiscal de mediano plazo (MFMP).

Cuadro R3.3

Principales reglas fiscales de Colombia

- Ley 358 de 1997 (Ley de semáforos): introduce límites cuantitativos al endeudamiento de los GS, mediante la aplicación de indicadores de liquidez financiera y solvencia. El indicador de liquidez señala que la razón pago de intereses sobre ahorro operacional no puede exceder el 40%, y el de solvencia indica que la razón deuda sobre ingresos corrientes debe ser inferior al 80%. Mediante estas reglas se restringe el acceso al crédito de los gobiernos subnacionales hasta no existir una clara posición de solvencia que les permita el pago oportuno de sus obligaciones financieras. Cuando estos indicadores adquieren valores críticos, la contratación de nuevo crédito queda sujeta a la autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Ley 617 de 2000 (Ley de responsabilidad fiscal territorial): en primer lugar establece límites al crecimiento del gasto corriente del Gobierno, teniendo como medida la meta de inflación anual establecida por el Banco de la República. En efecto, la regla indica que el aumento de los gastos generales debe ser inferior al 50% de la meta de inflación y los gastos de personal al 90% durante el período 2000-2005, y a partir de 2006 no pueden crecer en términos reales. En segundo lugar, la ley establece límites cuantitativos al gasto corriente de las entidades territoriales, de acuerdo con sus ingresos propios y la categorización que señala la norma para los departamentos y municipios del país. En particular, los gastos de funcionamiento de las entidades territoriales no pueden superar cierta proporción de los ingresos corrientes de libre destinación, según el tamaño de cada entidad. Para que el ajuste no fuera traumático en el corto plazo, la ley concedió a dichos entes un período de transición de cuatro años, durante el cual deberían alcanzar la proporción exigida. En general, el objetivo de la ley era sanear los fiscos territoriales cuya situación se había deteriorado por el desbordamiento del gasto a finales de los años noventa.
- Ley 819 de 2003 (Ley de responsabilidad fiscal [LRF]): norma dirigida al desarrollo de prácticas de transparencia y responsabilidad fiscal, que fuerza al Gobierno nacional a presentar al Congreso cada año un marco fiscal de mediano plazo. Dicho marco debe contener como mínimo el plan financiero, el programa macroeconómico plurianual, la meta de superávit primario para el sector público no financiero (SPNF), que permita hacer sostenible la deuda; un análisis de las principales actividades cuasifiscales; el estimativo del costo fiscal de las exenciones tributarias; el costo fiscal de las leyes sancionadas en la vigencia anterior; la relación de los pasivos contingentes que pudieran afectar la situación financiera de la nación, e indicadores de gestión presupuestal. En general, la ley busca la consolidación de las instituciones fiscales y la sostenibilidad de las finanzas del Estado. En el fondo, mediante esta norma se buscó establecer los instrumentos para que el Gobierno nacional y los gobiernos subnacionales tengan una visión de mediano plazo sobre su manejo fiscal. Finalmente, la ley refuerza los controles al endeudamiento de las entidades territoriales fijados en la Ley 358 de 1997.

Fuente: Banco de la República.

Como parte de la reglamentación de LRF, y mediante el Decreto 4730 del año 2005, el Gobierno estableció un marco de gasto de mediano plazo (MGMP), con una proyección de cuatro años. El MGMP contiene las proyecciones de las principales prioridades sectoriales y los montos máximos de gasto del presupuesto general de la nación, distribuidos por sectores y por componentes. El objetivo es «construir un marco de acción más estable para la programación y ejecución de los recursos públicos y, al tiempo, generar incentivos para el desarrollo de una gestión presupuestal más orientada a los resultados» (Presidencia de la República, 2007, p. 88). El MGMP debe ser consistente con la normatividad vigente y las prioridades de política del Gobierno, consignadas en la programación macroeconómica y el MFMP.

El mejor desempeño de los gobiernos subnacionales se podría explicar, en buena medida, por la acción restrictiva de las reglas fiscales adoptadas en 1997, que fueron reforzadas posteriormente en los años 2000 y 2003. El buen comportamiento fiscal que han tenido los GS durante la presente década obedece en gran parte al marco institucional creado por las reglas fiscales que se han implementado desde 1997.

Las restricciones impuestas por las reglas fiscales establecieron las condiciones para el saneamiento de las finanzas de los entes territoriales y el mejoramiento de su manejo fiscal, lo cual no se había logrado por la vía discrecional. Sin embargo, los mayores beneficios de las reglas implementadas sólo se verán en la medida en que éstas se extiendan a su propio gestor, es decir, al Gobierno nacional. En este contexto, y siguiendo la experiencia de algunos países de la región, lo más conveniente para reducir la magnitud del déficit y el *stock* de deuda del Gobierno central, ayudar a la estabilidad macroeconómica y aumentar la credibilidad de la política fiscal es la adopción de una regla cuantitativa.

REFERENCIAS

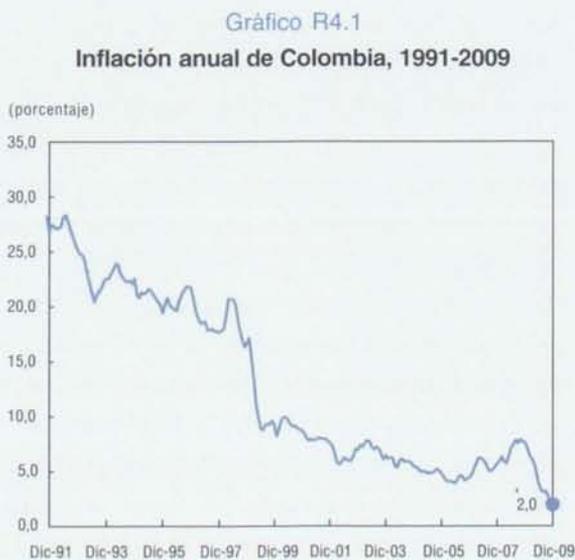
- Kopits, G. «Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament?», document de trabajo, núm. WP/01/145, IMF Fiscal Affairs Dept., 2001
- Kopits, G. «Overview of Fiscal Policy Rules in Emerging Markets», en G. Kopits (ed.), *Rules Based Fiscal Policy in Emerging Markets*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2004.
- Kopits, G.; Symansky, S. «Fiscal Policy Rules», *Occasional Papers*, núm. 158, IMF, 1998.
- Lozano, I.; Rincón, H.; Sarmiento, M.; Ramos, J. «Regla fiscal cuantitativa para consolidar y blindar las finanzas públicas de Colombia», *Revista de Economía Institucional*, vol. 10, núm.19, pp. 311-352, julio-diciembre, Universidad Externado de Colombia, 2008.
- OCDE. «Fiscal Sustainability: The Contribution of Fiscal Rules», *OECD Economic Outlook*, núm. 72, París, 2002.

RECUADRO 4

META DE INFLACIÓN DE LARGO PLAZO: LA IMPORTANCIA DE TENER UNA INFLACIÓN BAJA

Cuando la Constitución de 1991 dispuso que la Junta Directiva del Banco de la República debía velar por mantener el poder adquisitivo de los colombianos, la inflación anual se situaba en promedio en 30,5%. Pasaron cerca de dos décadas para que se alcanzaran niveles de inflación dentro del objetivo de largo plazo: entre 2% y 4% (Gráfico R4.1). Así las cosas, esta meta, que llevó tanto tiempo alcanzarla, es un activo de los co-

lombianos que se debe conservar hacia el futuro. Por tal motivo, el objetivo de este recuadro es reiterar la importancia de mantener una inflación baja y estable.



Fuente: Banco de la República

1. ¿Por qué mantener una inflación baja y estable?

La inflación alta y volátil es una preocupación de los agentes económicos por cuanto distorsiona la toma de decisiones y afecta el crecimiento económico. La literatura también menciona diferentes costos asociados con la inflación, dependiendo de si el incremento de precios es anticipado o no por los agentes de la economía. A continuación se enumeran algunos de estos costos:

- Una inflación producto de aumentos anunciados en la emisión monetaria puede generar problemas en la distribución del ingreso. En las personas que reciben su ingreso en moneda local, la mayor inflación opera como un impuesto a las tenencias de efectivo, hecho que puede ser visto como un costo de bienestar. La mayor incertidumbre sobre el nivel absoluto y relativo de precios también incentiva la mala asignación de recursos (Baley, 1956). La inflación afecta adversamente a aquellos individuos

que reciben rentas fijas en moneda nacional (como jubilados y asalariados de bajos ingresos), ya que su ingreso pierde poder adquisitivo al incrementarse los precios. Adicionalmente, tienen menos mecanismos para protegerse de la erosión inflacionaria y sus cláusulas de indización de ingresos son poco frecuentes (De Gregorio, 1998).

- Aumentos permanentes y predecibles en la inflación actúan como un impuesto sobre las tenencias de efectivo de los bancos y, si parte de dichos costos se transfieren a los ahorradores, se puede reducir la tasa real de una variedad de activos de la economía. La reducción en la tasa real disminuye los incentivos para ahorrar y aumenta los de solicitar crédito. Este desbalance entre ahorro y préstamos puede generar restricciones de crédito, situación que va en contra de un crecimiento económico sostenible (Khan *et al.*, 2001).
- La inflación elevada, no esperada y volátil, tiene un efecto regresivo en la actividad económica debido a que no permite que los agentes económicos establezcan relaciones de largo plazo (Friedman, 1977). Se genera un ambiente macroeconómico menos estable, que aumenta la incertidumbre y no permite planificar a horizontes largos de tiempo. La incertidumbre sobre los niveles futuros de inflación dificulta los cálculos sobre el rendimiento de las inversiones de largo plazo y, por ende, hace más difícil su realización.
- La inflación anticipada induce a los agentes a sustituir actividades que requieren efectivo, como el consumo, por actividades que no le requieren, como el ocio. Entre más alta sea la tasa de inflación de largo plazo, la pérdida del poder adquisitivo es mayor y, por tanto, los gastos en consumo también disminuyen. Adicionalmente, dado que de forma indirecta la inflación impone un impuesto al retorno de la inversión, una tasa de inflación alta lleva a los agentes a reducir también la inversión, y por ende el acervo de capital cae. La combinación de un aumento en las actividades de ocio (menor oferta laboral) y un menor acervo de capital implican un nivel de producto más bajo (Cooley y Hansen, 1989).
- La inflación no anticipada introduce distorsiones sobre la actividad económica al alterarse la estructura de precios relativos. Todos los precios absolutos no suben por igual y, entonces, se dificulta la información y la asignación de recursos. Esto da cabida a la especulación excusada por la inflación (López, 2006).
- En un ambiente con incertidumbre los agentes económicos incurren con más facilidad en errores o en altos costos de transacción, haciendo que el bienestar económico sea menor que en un ambiente de mayor certeza. La evidencia sobre los efectos de la

inflación sobre la incertidumbre es numerosa y variada. Por ejemplo, en un estudio de Hess y Morris (1997), que revisa la experiencia de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), se hallaron las siguientes relaciones: i) a mayor inflación la variabilidad de la misma aumenta; ii) a mayor inflación, aumenta la variabilidad del crecimiento económico, y iii) a mayor inflación se incrementa la variabilidad de los precios relativos.

2. Estimativos de los costos de la inflación

Existen numerosos estudios en diferentes países que intentan medir los costos que le representan a una sociedad el mantener una inflación elevada. Por ejemplo, para los Estados Unidos Fisher (1981) calculó que una reducción de 10 puntos porcentuales (pp) en la tasa de inflación representaría un aumento en bienestar de 0,3% del PIB como flujo por período. En un estudio más reciente Barro (1995) analizó el impacto de la inflación sobre el crecimiento para 122 países entre 1960 y finales de los años ochenta. Según este estudio, una reducción de la inflación de 10 pp aumentaría el crecimiento de 0,2 a 0,3 pp, mientras que la tasa de inversión se incrementaría entre 0,4 y 0,6 pp.

En el caso colombiano, Carrasquilla, Galindo y Patrón (1994) calcularon que las pérdidas en bienestar por un incremento de la inflación de 5% a 20% alcanzan un 7% del PIB. Posada (1995) encuentra que las pérdidas en bienestar asociadas con un nivel de inflación del 20% son cercanas al 3% del PIB, mientras que para el mismo nivel de inflación Riascos (1997) las estima en 1,5% del PIB. Finalmente, López (2001) encuentra que las pérdidas en bienestar por pasar de una inflación de 5% a una de 10% son de 0,6% del PIB.

3. ¿Qué se entiende por una inflación baja?

Como se argumentó que la inflación es costosa, es razonable preguntarse por qué no eliminarla por completo. Por ejemplo, Friedman estableció una regla simple para determinar la tasa de inflación óptima que, como se explicará, terminaría en deflación.

La regla de Friedman se basa en que el efectivo no solamente es útil para hacer transacciones, sino que su tenencia también implica un costo de oportunidad¹, por no tenerlo invertido en otros instrumentos alternativos que generan renta (por ejemplo los bonos). Entonces, los consumidores tienen un incentivo en reducir el uso del efectivo, dependiendo de cuánto dinero dejan de percibir por mantenerlo. Por tanto, la autoridad monetaria debería tratar de eliminar la diferencia entre las tasas de interés de instrumentos líquidos

¹ El costo de oportunidad se refiere a la tasa de interés que se deja de ganar por mantener el dinero en efectivo.

de corto plazo² y la de los instrumentos de más largo plazo. Si lo anterior se logra, entonces con una tasa de rendimiento del dinero nula, la tasa de interés a todos los plazos debería estar en cero. Como la tasa de interés nominal (i) es la tasa de interés real (r) más la inflación esperada ($E[\pi]$), entonces, al despejar, la tasa de inflación debería ser igual a menos la tasa de interés real. Por ejemplo, si esta última es del orden de 2% o 3%, el argumento de Friedman sugiere una deflación del mismo orden (López, 2006).

No obstante lo anterior, existen razones de peso para pensar que una tasa baja, pero positiva, debería ser el objetivo de mediano y largo plazos:

- La inflación baja pero positiva «lubrica» el funcionamiento del mercado del trabajo y de bienes (Akerlof, Dickens y Perry, 1996). En un mundo con rigideces de precios es más fácil que los salarios reales disminuyan con un aumento en el nivel de precios que con una caída de los salarios nominales. Por ejemplo, según Akerlof *et al.* (1996), con un nivel de inflación de 3% se maximiza el empleo y la actividad económica.
- La inflación se mide por el incremento del índice de precios al consumidor (IPC). Generalmente, el IPC sobreestima la inflación con respecto al verdadero aumento del costo de vida. Por ejemplo, en los Estados Unidos Moulton (1996) encontró que la inflación medida por la oficina de estadística era superior en aproximadamente 2% a su verdadero valor.
- La tercera razón es la conocida como el límite cero de la tasa de interés nominal. La esencia de este argumento es que una tasa de inflación de cero interfiere con los intentos de la política monetaria de estimular la economía en épocas de recesión, debido a que la tasa de interés nominal no puede caer por debajo de cero. Dicho de otro modo, con una inflación moderadamente positiva las autoridades monetarias tienen espacio para empujar la tasa de interés real por debajo de cero.

Por lo anterior, los países de la OCDE, así como las economías en desarrollo estables, que tienen políticas monetarias basadas en metas de inflación, tienen un rango objetivo promedio de largo plazo entre 0% y 3% (Cuadro R4.1).

4. El dilema entre inflación y desempleo

En 1958 el economista Arthur Phillips argumentó que una inflación baja iba acompañada de un elevado desempleo o viceversa. A esta relación inversa entre inflación y desempleo

² A pesar de que se le denomina efectivo, una persona podría tener su efectivo de un día a otro en una cuenta de ahorros que le genera algo de rendimiento, aunque muy bajo.

Cuadro R4.1
Algunos países con inflación objetivo

	Desde	Meta actual	Meta de largo plazo	Entidad que fija la meta
Australia	1993	2,0 a 3,0	Misma que la actual	Gobierno y banco central
Brasil ^a	1999	4,5 +/- 2,0	n. d.	Gobierno
Canadá	1991	2,0 +/- 1,0	Misma que la actual	Gobierno y banco central
Chile	1999	3,0 +/- 1,0	Misma que la actual	Banco central
Colombia	1999	2,0 a 4,0	Misma que la actual	Banco central
República Checa	1997	2,0 +/- 1,0	Misma que la actual	Banco central
Hungría	2001	3,0	Misma que la actual	Banco central
Islandia	2001	2,5	Misma que la actual	Gobierno
Israel	1997	1,0 a 3,0	Misma que la actual	Gobierno
México	2001	3,0 +/- 1,0	Misma que la actual	Banco central
Nueva Zelanda	1989	1,0 a 3,0	Misma que la actual	Gobierno y banco central
Noruega	2001	2,5	Misma que la actual	Gobierno
Perú	2002	2,0 +/- 1,0	Misma que la actual	Banco central
Filipinas ^w	2002	4,5 +/- 1,0	n. d.	Gobierno y banco central
Polonia	1998	2,5 +/- 1,0	Misma que la actual	Banco central
Corea	1998	3,0 +/- 1,0	Misma que la actual	Gobierno y banco central
Sudáfrica	2000	3,0 a 6,0	Misma que la actual	Gobierno y banco central
Suecia	1993	2,0 +/- 1,0	Misma que la actual	Banco central
Tailandia	2000	0,5 a 3,0	Misma que la actual	Banco central
Reino Unido	1992	2,0	Misma que la actual	Gobierno
Suiza	2000	2,0	Misma que la actual	Banco central

n. d. No disponible.

a/ Brasil y Filipinas no han anunciado una meta oficial de largo plazo.

Fuentes: bancos centrales y Hammond (2010).

se le conoce como curva de Phillips, la cual sugiere que para reducir la tasa de desempleo se debe permitir un mayor nivel de inflación.

Para aceptar la anterior teoría se debe reconocer la existencia de cierto grado de ilusión monetaria por parte de los agentes económicos. Se le denomina ilusión monetaria porque las decisiones económicas son influenciadas por aumentos nominales y no tienen en cuenta el incremento de precios. Para explicar este concepto se puede pensar, por ejemplo, en un país en donde los salarios y los precios aumentan a tasas elevadas pero al mismo ritmo y, por consiguiente, la capacidad adquisitiva de los trabajadores permanece constante. Si los agentes de esta economía sufren de ilusión monetaria, entonces las personas se sentirán más ricas y aumentarán su consumo o comprarán otros productos más costosos. Así, el producto junto con el empleo crecen, pero a costa de una mayor inflación por el aumento en la demanda de bienes y servicios. Por el contrario, si los agentes son «racionales», las decisiones de gasto de los individuos no se modifican, ya que su poder de compra no aumentó porque su salario real permaneció constante.

La teoría implícita en la curva de Phillips fue usada por muchos países para intentar alcanzar bajas tasas de desempleo a costa de niveles de inflación que se podían considerar como altos. No obstante, la historia mostró que un país puede tener simultáneamente niveles de inflación y desempleo elevados, hecho que se conoce como estanflación. Un ejemplo de este fenómeno fue lo experimentado por Inglaterra en 1965 y por los Estados Unidos en 1974.

Así las cosas, la teoría de la curva de Phillips empezó a ser cuestionada. En 1967 Friedman señaló que los trabajadores no se preocupan por el aumento nominal de sus salarios sino por su incremento real. Según Friedman, los trabajadores al negociar sus salarios tenían en cuenta las expectativas de inflación y, por tanto, en el largo plazo no había lugar para la ilusión monetaria. En este contexto, las autoridades monetarias y fiscales no pueden decidir entre el nivel de inflación *versus* desempleo, y deben limitarse únicamente a tratar de controlar los costos de la alta inflación.

Sin embargo, como señalan Akerlof y Shiller (2009), la realidad podría estar entre estas dos teorías. A los agentes económicos les interesan sus contratos en términos reales pero, en el corto plazo, existe cierto grado de ilusión monetaria que no puede omitirse por completo como lo esperaba Friedman. Algunos de los contratos salariales no cuentan con cláusulas de indexación o no se negocian teniendo en cuenta uno-a-uno la inflación esperada. Otro ejemplo claro de ilusión monetaria es la rigidez hacia la baja en los recortes de salarios, ya que los empleados los consideran injustos³.

De esta forma, en el corto plazo la política monetaria de los bancos centrales con un régimen de inflación objetivo aprovecha la existencia de una curva de Phillips con el objeto de suavizar el crecimiento alrededor de su nivel sostenible. En el largo plazo la política monetaria está encaminada en alcanzar o mantener una inflación baja y estable, en coordinación con una política macroeconómica que propenda por el crecimiento del producto y el empleo.

REFERENCIAS

Akerlof, George.; Shiller, Robert J. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton, University Press, 2009.

³ Tal rigidez a la baja ha sido encontrada en estudios para Australia, Canadá, Alemania, Japón, México, Estados Unidos, entre otros. En el caso de Colombia, Iregui, Melo y Ramírez (2009) también encontraron rigideces a la baja en los salarios.

- Akerlof, G.; Dickens, W.; Perry, G. «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 1-59, 1996.
- Bailey, M. «The Welfare Cost of Inflationary Finance», en *Journal of Political Economy*, núm. 64, pp. 93-110, 1956.
- Barro, T. «Inflation and Economic Growth», *Bank of England Quarterly Bulletin*, núm. 35, pp. 166-176, 1995.
- Berg, C. «Experience of Inflation Targeting in 20 Countries», *Sveriges Riskbank Economic Review*, núm. 1, pp. 20-47, 2005.
- Carrasquilla, A.; Patrón, H.; Galindo, A. «Costos en bienestar de la inflación: teoría y una estimación para Colombia», en Borradores de Economía, núm. 3, Banco de la República, 1994.
- Cooley, T.; Hansen, G. «The Inflation Tax in a Real Business Cycle Model», en *The American Economic Review*, vol. 4, núm. 79, pp. 733-748, 1989.
- De Gregorio, J. «Sobre los determinantes de la inflación y sus costos», *Serie Economía*, núm. 44, 1998.
- Fisher, S. «Towards an Understanding the Cost of Inflation: II», *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 15, pp. 5-42, 1981.
- Friedman, M. «Nobel Lecture: Inflation and Unemployment», en *Journal of Political Economy*, núm. 85, pp. 451-472, 1977.
- Hammond, G. «State of the Art of Inflation Targeting», *CCBS Handbook* núm. 29, Banco de Inglaterra, enero, 2010.
- Hess, G.; Morris, G. «The Long-Run Cost of Moderate Inflation», *Federal Reserve bank of Kansas City Economic Review*, núm. 82, pp. 71-88, 1997.
- Iregui, A.; Ramírez, M.; Melo, L. «Formación e incrementos de salarios en Colombia: un estudio microeconómico a partir de una encuesta a nivel de firma», en Borradores de Economía, núm. 582, Banco de la República, 2009.
- Khan, M. S.; Senhadji, A.; Smith, B. «Inflation and Financial Depth», IMF Working Paper, WP/01/44, 2001.
- Lucas, R. «On the Welfare Cost of Inflation», en documento de trabajo, núm. 394, Stanford University, Center for Economic Policy Research, 1994.
- López, M. «Seigniorage and the Welfare Cost of Inflation in Colombia», en *Ensayos Sobre Política Económica*, vol. 39, Banco de la República, Bogotá, 2001.
- López, M. «Algunos criterios para evaluar una meta de inflación de largo plazo», en Borradores de Economía, núm. 386 Banco de la República, 2006.
- Posada, C. «El costo de la inflación (con racionalidad y previsión perfectas)», en Borradores de Economía, núm. 30, Banco de la República, 1995.
- Riascos, A. «Sobre el costo en bienestar de la inflación en Colombia», Borradores de Economía, núm. 82, Banco de la República, 1997.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

Las medidas adoptadas por el Banco de la República han reducido los riesgos del portafolio de inversiones y han permitido garantizar que el país cuente con la liquidez suficiente para enfrentar crisis externas. Sin embargo, esto ha hecho que los ingresos por la inversión de las reservas se reduzcan, teniendo en cuenta la relación directa que existe entre riesgo y rentabilidad, es decir, a menor riesgo menor rentabilidad y viceversa.

Desde el inicio de la crisis financiera internacional el Banco de la República ha adoptado varias medidas para reducir los riesgos financieros asociados con la administración de las reservas internacionales, cumpliendo el mandato constitucional de manejar las inversiones con estrictos criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Entre las decisiones más importantes adoptadas durante 2008 y 2009 se destacan: i) la terminación del programa de préstamo de títulos valores⁵⁷; ii) la eliminación de todas las inversiones en títulos respaldados por activos (*asset backed securities* [ABS]) y en papeles comerciales respaldados por activos (*asset backed commercial papers* [ABCP]); iii) el aumento en tres niveles de la calificación crediticia mínima exigida a emisores bancarios y corporativos (de A- a AA-); iv) el incremento de la participación de los títulos respaldados por las tesorerías de gobiernos de economías desarrolladas, y v) la reducción de la duración modificada de 1,46 en septiembre de 2008 a 0,51 en julio de 2009⁵⁸. Finalmente, se solicitó al FMI la aprobación de una línea de crédito flexible (LFC) por aproximadamente US\$10.920 m para Colombia⁵⁹. Estas disposiciones se explicaron en detalle en el *Informe al Congreso* de julio de 2009, en el documento *Administración de las reservas internacionales*, publicado en marzo de 2009, y en la Nota Editorial de la *Revista del Banco de la República* de abril de 2009.

Las medidas adoptadas por el Banco han reducido los riesgos del portafolio de inversiones y han permitido garantizar que el país cuente con la liquidez suficiente para enfrentar crisis externas. Sin embargo, esto ha hecho que los ingresos por la inversión de las reservas se reduzcan, teniendo en cuenta la

⁵⁷ El programa de préstamo de títulos se suspendió de manera gradual desde marzo de 2008, cuando su monto ascendía a US\$4.177 m. Al 31 de diciembre de 2009 el programa ya se encontraba completamente cerrado.

⁵⁸ El bajo nivel de las tasas de interés en los mercados de los países desarrollados durante 2009, así como el poco espacio para que éstas bajen aún más, disminuyó la probabilidad de que los títulos se valorizaran e incrementó el riesgo de mercado del portafolio, medido con la duración modificada. La duración modificada es la sensibilidad del valor del portafolio al movimiento de las tasas de interés; por ejemplo, una duración modificada de 2 implica que el valor del portafolio se reduce 2% si las tasas de interés externas aumentan 1%.

⁵⁹ El monto aprobado por el directorio del FMI equivale a derechos especiales de giro (DEG) 6.966 m, aproximadamente US\$10.920 m utilizando como referencia la tasa del DEG al 31 de diciembre de 2009 (US\$1,56769/DEG).

relación directa que existe entre riesgo y rentabilidad, es decir, a menor riesgo menor rentabilidad y viceversa. Adicionalmente, los bajos niveles que registran las tasas de interés de los principales bancos centrales implican menores rendimientos de las reservas internacionales y han provocado que el Banco de la República reduzca aún más el riesgo de las reservas para enfrentar una eventual normalización de la política monetaria de los principales bancos centrales. Por otra parte, los costos de administración de las reservas han aumentado por cuenta del costo de mantenimiento de la LFC. Este gasto representó un seguro que adquirió el país para enfrentar necesidades de liquidez extremas, y el costo fue menor al de haber acumulado reservas internacionales en la misma magnitud que el monto aprobado por el FMI⁶⁰.

En este capítulo se explica la situación actual de las reservas internacionales de Colombia y se analizan los factores que han provocado la reducción de la rentabilidad.

A. Composición de las reservas internacionales

Al 31 de diciembre de 2009 las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$25.364,6 m y los pasivos externos a corto plazo a US\$8,9 m⁶¹, con lo cual las reservas internacionales netas totalizaron US\$25.355,7 m, registrando un incremento de US\$1.326 m frente al dato observado a finales del año anterior. Este aumento se explica principalmente por el incremento de US\$954,9 m en los derechos especiales de giro (DEG)⁶², debido a la asignación realizada por el FMI⁶³, y por la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, el cual realizó compras netas de divisas por US\$171 m en el año.

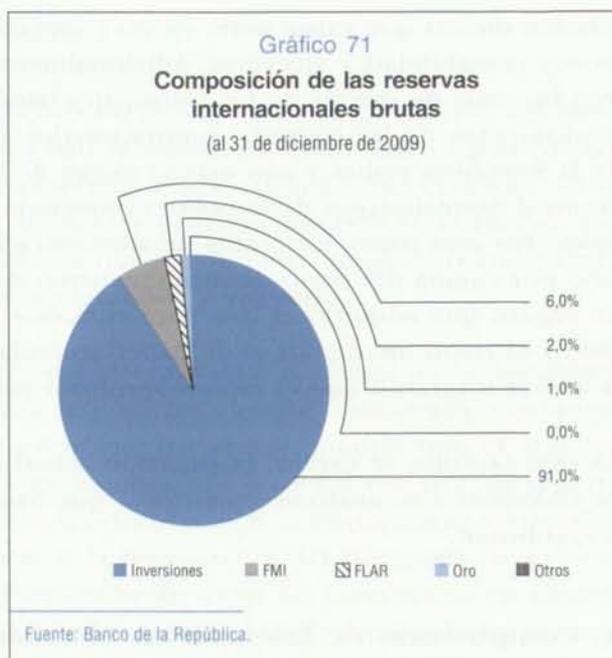
⁶⁰ Se estima que, en términos comparativos, el costo de US\$28 m que correspondió a tener acceso inmediato a la LCF es significativamente menor a los US\$85 m (\$7,5 m únicamente en 2009) que corresponderían al costo de esterilizar compras adicionales de reservas por tan sólo US\$1.000 m, que además deben ser adquiridos de forma gradual. Si el Banco adquiriera US\$10.500 m y se esterilizaran, el costo superaría en cerca de siete veces este cálculo.

⁶¹ Estos pasivos corresponden principalmente a los montos por pagar en inversiones pactadas.

⁶² Los DEG son activos de reserva creados por el FMI. Su utilidad como activo de reserva se deriva de la posibilidad que tienen los países de intercambiarlos por monedas de reserva (dólar, euro, libra o yen) de otros países con el propósito de enfrentar necesidades de balanza de pagos o para modificar la composición de las reservas internacionales. Además de su función como activo de reserva, los DEG sirven como unidad de cuenta del FMI.

⁶³ La Junta de Gobernadores del FMI aprobó una asignación general de DEG por US\$250 mm. Adicionalmente, tal entidad hizo efectiva la asignación especial por US\$33 mm contemplada en la Cuarta Enmienda del Convenio Constitutivo. La distribución de la asignación general DEG se realizó en proporción a la cuota de participación de cada país en el FMI, en tanto que para la asignación especial se utilizó una metodología que corrige el hecho de que los países que ingresaron al FMI después de 1981 no habían recibido una asignación de DEG. Con estas asignaciones se fortaleció la liquidez de la red financiera internacional para enfrentar eventos de crisis, complementando las reservas internacionales de los países miembros. En el caso de Colombia, la asignación general se hizo efectiva el 28 de agosto, lo cual aumentó las reservas internacionales en cerca de US\$900 m (DEG 574 m). Por su parte, la asignación especial se hizo efectiva el 9 de septiembre y elevó las reservas internacionales en aproximadamente US\$79 m (DEG 50,3 m), utilizando como referencia la tasa del DEG al 31 de diciembre de 2009 (US\$1,56769/DEG).

Las reservas internacionales se dividen en cuatro partes: i) el portafolio de inversión, conformado por instrumentos financieros en los mercados internacionales (US\$23.116,6 m, 91,1%); ii) las participaciones en el FMI (US\$1.590,3 m, 6,3%) y en el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) (US\$392,7 m, 1,5%); iii) las inversiones en oro (US\$243,4 m, 0,9%), y iv) los aportes al convenio internacional de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) (US\$21,5 m, 0,1%) (Gráfico 71).



1. Composición del portafolio de inversión

La mayor parte del portafolio de inversión corresponde a títulos emitidos por gobiernos de economías desarrolladas, por entidades respaldadas o asociadas a éstos⁶⁴ y por acuerdos de recompra con la Fed.

Como consecuencia de las medidas tomadas por el Banco, se presentó un aumento en la participación de las inversiones en gobiernos o entidades relacionadas a los mismos, al pasar de 55% en junio de 2007 a 94% en diciembre de 2009. Los títulos de deuda bancaria y corporativa de países industrializados, que alcanzaban 31% del portafolio antes de la crisis, representan actualmente alrededor del 6% y todos cuentan con calificaciones crediticias iguales o mayores a AA-. En 2009 el Banco eliminó completamente su exposición a los títulos respaldados por activos, que antes de la crisis ascendían a 11% de las inversiones (Gráfico 72).

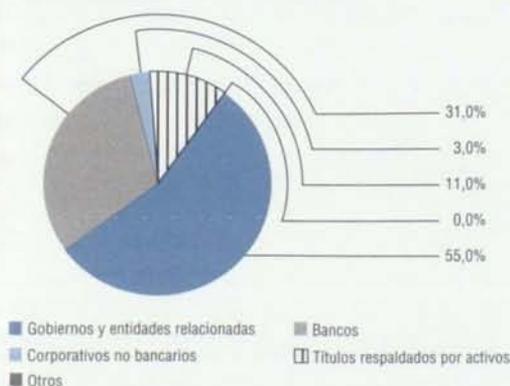
Los emisores en los que se invierten las reservas tienen un bajo riesgo crediticio. Para el caso de los emisores bancarios y corporativos, la calificación de corto plazo mínima exigida es A-1/P-1/F-1⁶⁵, ubicándose en el nivel más alto

⁶⁴ Los títulos en cuestión corresponden a emisiones realizadas por entidades garantizadas o patrocinadas por los gobiernos (p. e. agencias Fannie Mae y Freddie Mac), supranacionales (p. e. Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo) y autoridades locales (p. e. ciudades y estados), entre otros.

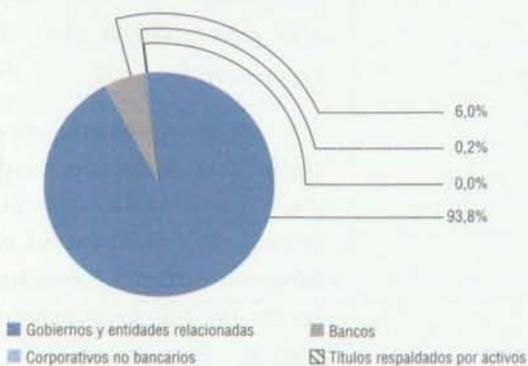
⁶⁵ Las inversiones con vencimiento inferior a 397 días son consideradas de corto plazo. Las inversiones con plazos mayores se consideran de largo plazo.

Gráfico 72
Evolución en la distribución del portafolio
de inversión por tipo de emisor

A. Junio de 2007



B. Diciembre de 2009



Fuente: Banco de la República.

posible. Las calificaciones de largo plazo mínimas son AA- para emisores bancarios y corporativos, y A- para entidades respaldadas o relacionadas con gobiernos. En todos los casos, la calificación mínima de largo plazo exigida por el Banco de la República se ubica al menos tres niveles por encima de la calificación mínima requerida para que una inversión sea considerada grado de inversión⁶⁶.

En la actualidad el 100% de las inversiones de corto plazo del portafolio de inversión tienen la calificación crediticia más alta y el 99,5% de las inversiones de largo plazo tienen calificación A+ o superior (el 100% tienen calificación superior a A-), lo cual hace que la probabilidad de incumplimiento por parte de un emisor sea mínima (Cuadro 23).

El Gráfico 73 muestra la composición cambiaria del portafolio de inversiones, la cual el Banco establece como una réplica de los egresos de la balanza de pagos del país. En la actualidad la composición cambiaria objetivo es 85% en dólares de los Estados Unidos, 12% en euros y 3% en yenes japoneses. La composición cambiaria actual del portafolio difiere levemente de la objetivo ya que 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.

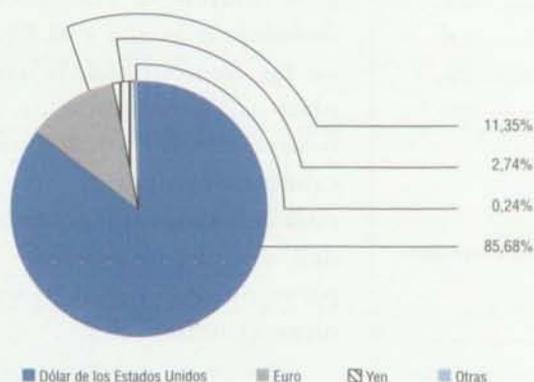
⁶⁶ Para limitar el riesgo crediticio, el Banco de la República toma como referencia las calificaciones crediticias publicadas por las agencias internacionales más reconocidas (S&P, Moody's y Fitch Ratings). En el corto plazo la calificación más alta de estas agencias es A-1+/P-1/F-1+ y la más baja es D. En el largo plazo la calificación más alta es AAA y la más baja es D. Para un inversionista promedio se considera seguro invertir en papeles con grado de inversión, es decir, con calificaciones superiores o iguales a A-3/P-3/F-3 en el corto plazo y a BBB- en el largo plazo.

Cuadro 23
Distribución del portafolio de inversión por calificación crediticia

Inversiones de largo plazo		Inversiones de corto plazo	
Calificación	Participación (%)	Calificación	Participación (%)
AAA	83,04	P-1	100
AA+	1,10	Total	100
AA	1,71		
AA-	10,62		
A+	3,07		
A	0,33		
A-	0,14		
Total	100,00		

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 73
Composición cambiaria del portafolio de inversión



Fuente: Banco de la República.

2. Riesgo de mercado del portafolio de inversión

En 2009 el Banco decidió reducir la duración modificada del portafolio con el propósito de aminorar el efecto adverso sobre el rendimiento de las reservas internacionales, resultante de una eventual normalización de la política monetaria de los países desarrollados, cuyas tasas de interés se encuentran en niveles históricamente bajos. Hasta el 30 de junio de 2009 la duración modificada del

portafolio de inversiones fue 1,27, y a partir del 31 de julio se redujo a 0,51, con lo que la probabilidad de tener retornos negativos en doce meses cayó a 5% frente a una estimada de 29% antes de la adopción de la medida.

Esta decisión se justifica por el entorno internacional actual, el cual genera un riesgo de mercado considerable para la rentabilidad de las reservas. Cuando las tasas de interés están cercanas a cero, la causación de intereses es mínima y es previsible una desvalorización de los títulos asociada con un posible incremento de las tasas de interés. En el escenario actual es muy difícil que las tasas se reduzcan aún más y, por el contrario, es posible que éstas aumenten en el futuro.

Así, si las tasas de interés externas aumentan, los precios de los títulos caen, y afectan negativamente el rendimiento de las reservas. En el largo plazo asumir un mayor riesgo de mercado, es decir, tener una mayor tolerancia a fluctuaciones de los precios de las inversiones, tiende a generar mayores retornos. No obstante, el riesgo de mercado que se puede asumir depende del nivel en que se encuentren las tasas de interés. Cuando las tasas de interés son altas, se puede tomar más riesgo de mercado, ya que la causación de intereses puede compensar una desvalorización de las inversiones. Por el contrario, cuando las tasas de interés son bajas, como sucede en la actualidad, un leve incremento de éstas puede eliminar el rendimiento percibido por la causación de intereses.

Para ilustrar esta situación se pueden comparar los resultados de dos portafolios con la misma duración modificada, pero con diferentes tasas internas de retorno. Un portafolio con una tasa interna de retorno (o yield) de 5% y una duración modificada de 2 tendrá un rendimiento de 3% frente a un aumento de 1% en las tasas en un año (5% por causación de intereses y -2% por valorización). De otro lado, otro portafolio con la misma duración modificada de 2 pero con un yield de 1%, tendría una rentabilidad de -1% frente al mismo movimiento de la curva. En conclusión, a medida que las tasas de interés bajan, es necesario reducir la duración modificada del portafolio para disminuir la probabilidad de tener retornos negativos.

3. Programa de administración externa

El Banco de la República, al igual que algunos bancos centrales, delega la administración de una porción del portafolio a instituciones financieras externas de reconocido prestigio y trayectoria. A medida que han crecido las reservas internacionales y se especializan los mercados financieros, el Banco ha considerado apropiado utilizar los servicios de entidades que posean amplia experiencia en el manejo de portafolios a terceros, que cuenten con abundantes recursos e información, y que dispongan de una sólida capacidad de análisis y de una infraestructura tecnológica y humana altamente sofisticada. Este programa también ha permitido capacitar al personal interno del Banco y ha facilitado el acceso a información necesaria para apoyar las políticas de inversión y el seguimiento de las inversiones realizadas internamente.

Las firmas contratadas en este programa son las siguientes: Western Asset Management, Deutsche Bank Advisors, Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Institutional Trust Company y Wellington Management (Cuadro 24). En la actualidad estas entidades administran el 37% de las reservas internacionales del país con base en lineamientos de inversión claramente definidos por el Banco. Cabe resaltar que estos administradores fueron seleccionados por sus altos estándares técnicos.

Cuadro 24
Programa de administración externa del portafolio

Firma	Monto administrado (millones de dólares)
Deutsche Bank Advisors	931
Goldman Sachs Asset Management	2.068
Wellington Management	965
BlackRock Institutional Trust Company	3.672 ^{a/}
Western Asset Management	916
Total	8.551

^{a/} En 2009 BlackRock Institucional Trust adquirió a Barclays Global Investors, firma que también participaba en el programa de administración externa. En la actualidad, BlackRock maneja dos portafolios con lineamientos diferentes.
Fuente: Banco de la República.

El Banco define parámetros para la evaluación de la gestión de las firmas administradoras, los cuales son revisados periódicamente⁶⁷ y, dependiendo del éxito de la gestión, se pueden tomar decisiones tales como modificar el monto administrado o cancelar el contrato.

B. Desempeño de las inversiones

En el Cuadro 25 se presenta la rentabilidad histórica de las reservas internacionales desde 1992. En 2009 el rendimiento de las reservas internacionales fue de US\$321,4 m, equivalente a una rentabilidad aproximada de 1,3%.

Durante 2009 se registraron ganancias por valorización de inversiones y causación de intereses por US\$229,5 m. Por diferencial cambiario (valorización de otras monedas frente al dólar) las reservas ganaron US\$91,8 millones. La baja rentabilidad de las reservas, anticipada en los *Informes al Congreso* de marzo y julio de 2009, obedece a dos factores:

- Las tasas de interés se mantuvieron muy bajas en las principales economías desarrolladas. En el Gráfico 74 se presentan las tasas de los títulos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos a tres meses y dos años de plazo, las cuales desde finales de 2008 son las más bajas de las últimas tres décadas⁶⁸.

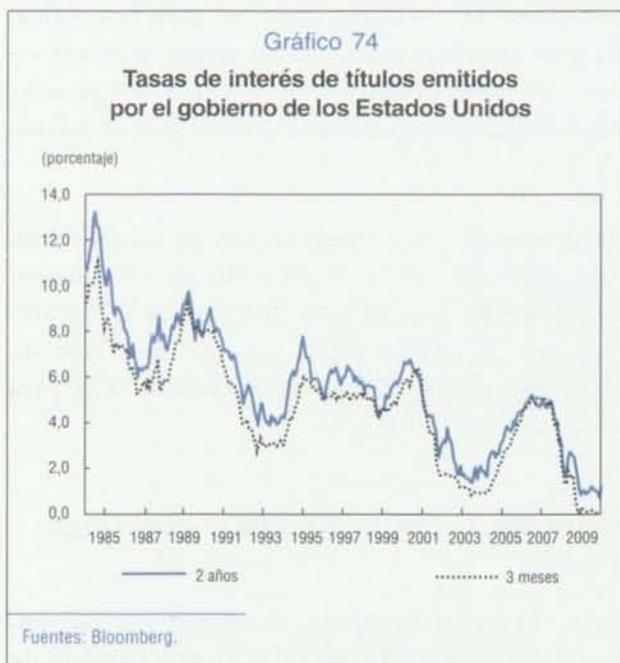
⁶⁷ Mensualmente se presentan informes al Comité de Reservas, la máxima instancia de toma de decisiones dentro del Banco de la República, con información del desempeño de los portafolios. Así mismo, anualmente se revisa toda la gestión de forma consolidada.

⁶⁸ Las inversiones del portafolio de reservas se concentran en los títulos de gobierno de corto plazo.

Cuadro 25
Rentabilidad de las reservas internacionales

	Millones de dólares	Tasa de rendimiento anual (porcentaje)
1992 ^m	319,3	4,5
1993 ^m	386,5	4,9
1994	503,0	6,3
1995	818,4	9,9
1996	200,8	2,2
1997	204,6	2,1
1998	728,9	7,8
1999	78,4	0,9
2000	505,3	5,9
2001	477,9	4,8
2002	810,5	7,7
2003	464,8	4,2
2004	324,5	2,7
2005	81,4	0,6
2006	815,2	5,5
2007	1.326,2	7,4
2008	1.004,5	4,5
2009	321,4	1,3

Fuente: Banco de la República.



- La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo más conservador conlleva una rentabilidad inferior. Al reducir el riesgo crediticio y aumentar la participación de los títulos de gobierno en el portafolio se percibe una tasa de rendimiento menor. Adicionalmente, el menor plazo promedio de las inversiones también ha afectado la rentabilidad, ya que actualmente las tasas de largo plazo son superiores a las de corto plazo.

Por otro lado, el costo de administración de las reservas aumentó debido al costo de la línea de crédito con el FMI. Aunque no se solicitaron desembolsos de la línea, el valor pagado por su mantenimiento ascendió aproximadamente

a US\$28 m. Para 2010 se espera que la rentabilidad de las reservas continúe siendo baja, teniendo en cuenta que la Fed y otros bancos centrales han anunciado públicamente que mantendrán las tasas bajas durante buena parte del año.

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

Como se detalló en el pasado *Informe al Congreso* de julio de 2009, a finales de 2008 se presentaron dos reclamaciones de eventos crediticios: un título de Lehman Brothers por US\$2,7 m y una nota de interés flotante emitida por Sigma Finance por valor de 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 ambas reclamaciones.

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

El Banco de la República, representado por la firma de abogados Crowell & Moring LLP, presentó el 21 de abril de 2009 una demanda ante la Corte Suprema del Estado de Nueva York 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. Dicha demanda pretende la recuperación, de una inversión por valor de US\$20 m efectuada por BNYM, quien actuó como custodio y agente de préstamo de títulos, al considerarse que estas entidades incumplieron y transgredieron las obligaciones encomendadas por el Banco de la República.

Después de la presentación de la demanda y su contestación se han surtido actuaciones judiciales normales de acuerdo con la legislación estadounidense. Los abogados externos han informado que el año 2010 sería dedicado principalmente a la etapa de *Discovery*, la cual consiste 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.

2. Proceso de reestructuración de Lehman Brothers Holdings Inc.

Como es de público conocimiento, Lehman Brothers Holdings Inc. se encuentra en Proceso de Reestructuración según el Capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos desde el 15 de septiembre de 2008. Dentro del trámite del proceso, Lehman debe presentar 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. Lehman tiene plazo para presentar su Plan de Reestructuración hasta el 15 de marzo de 2010 y hay

un plazo para su aceptación por parte de los acreedores, hasta el 17 de mayo de 2010.

El Banco de la República, representado por la firma de abogados Morrison & Foerster LLP, presentó una reclamación formal el 25 de agosto de 2009, complementada el 9 de septiembre con el fin de ser reconocido como acreedor.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA⁶⁹

En 2009 el estado de resultados del Banco de la República presentó utilidades por \$155 mm. Una vez constituidas las reservas, y descontando el valor de la inversión neta en activos para la actividad cultural, la JDBR dispuso que no se distribuirían utilidades al Gobierno nacional.

A. Estado de resultados en 2009

En 2009 el estado de resultados del Banco de la República presentó utilidades por \$155 mm, producto de ingresos por \$1.291 mm y egresos por \$1.136 mm (Cuadro 26). Frente a 2008 las utilidades se redujeron en \$1.166 mm debido tanto a menores ingresos por \$1.675 mm como a menos egresos por \$508 mm.

El año pasado los ingresos se originaron, principalmente, en el rendimiento de las reservas internacionales por \$685 mm, los ingresos por operaciones de liquidez (\$193 mm), la valoración de TES en poder del Emisor (\$87 mm) y las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios (\$157 mm).

En el caso de las reservas internacionales su rendimiento total por \$685 mm (US\$321 m) fue producto de la causación de intereses⁷⁰ por \$762 mm (US\$344 m), del diferencial cambiario por \$187 mm (US\$92 m) y de la desvalorización del portafolio⁷¹ por \$264 mm (US\$115 m). El resultado del diferencial cambiario reflejó principalmente el debilitamiento del euro frente al dólar, mientras que la desvalorización del portafolio se originó en los

⁶⁹ El marco legal dentro del cual se rige la contabilidad del Emisor (Ley 31 de 1992, Decreto 2520 de 1993, las disposiciones emitidas por la Superintendencia Financiera en esta materia y el Decreto 2649 de 1993) fue explicado en el *Informe al Congreso* de marzo de 2009. Adicionalmente, en dicho informe se incluyó la descripción de la estructura financiera del balance general y del estado de resultados de la Institución.

⁷⁰ Corresponde a los intereses diarios que ganan las inversiones del portafolio de inversión.

⁷¹ La valorización de las inversiones es la ganancia o pérdida provocada por los cambios de los precios de los títulos. En cuanto a las inversiones del portafolio de reservas internacionales, los precios de éstas bajan cuando las tasas de interés suben y viceversa.

Cuadro 26

Pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2008-2009

(miles de millones de pesos)

	Dic. 2008	Dic. 2009	Variación anual	
	A	B	Porcentual B/A	Absoluta B - A
I. Ingresos del P y G	2.966	1.291	(56,5)	(1.675)
A. Ingresos monetarios	2.799	1.134	(59,5)	(1.665)
1. Intereses y rendimientos	2.514	1.036	(58,8)	(1.478)
Reservas internacionales	2.120	685	(67,7)	(1.435)
Otros intereses	14	71	425,0	57
Operaciones de liquidez	312	193	(38,2)	(119)
Valoración de TES	68	87	27,3	19
Valoración otros títulos	1	0	(99,9)	(1)
2. Diferencias en cambio	225	26	(88,3)	(199)
3. Moneda metálica	47	51	8,1	4
4. Otros	13	21	64,7	8
B. Ingresos corporativos	167	157	(5,9)	(10)
1. Comisiones	123	140	13,8	17
Servicios bancarios	59	72	22,1	13
Negocios fiduciarios	49	51	3,6	2
Otras comisiones	15	17	14,4	2
2. Otros	44	17	(61,2)	(27)
II. Egresos del P y G	1.644	1.136	(30,9)	(508)
A. Egresos monetarios	1.249	854	(31,6)	(395)
1. Intereses y rendimientos	956	602	(37,0)	(354)
Remuneración al encaje	163	69	(57,7)	(94)
Remuneración a las cuentas de la Dirección del Tesoro Nacional	708	393	(44,6)	(316)
Gastos en administración de reservas internacionales	16	65	315,8	49
Gastos en operaciones de contracción monetaria	68	75	9,3	6
2. Diferencias en cambio	176	133	(24,4)	(43)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	114	114	0,1	0
4. Otros	4	5	44,3	2
B. Egresos corporativos	322	333	3,2	10
1. Gastos de personal	206	217	5,2	11
2. Gastos generales	47	48	0,8	0
3. Impuestos	7	7	2,1	0
4. Seguros	6	6	8,0	0
5. Contribuciones y afiliaciones	5	3	(34,9)	(2)
6. Gastos culturales	9	9	5,2	0
7. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del <i>software</i>)	42	42	(0,1)	(0)
C. Gastos de pensionados	73	(51)	n.a	(124)
III. Resultado operacional (I - II)	1.322	155	n.a	(1.166)

n.a. no aplica.

Fuente: Banco de la República.

aumentos de las tasas de interés de mercado que afectaron negativamente los precios de los activos financieros del portafolio.

El rendimiento de las reservas internacionales cayó \$1.435 mm en 2009 como resultado, principalmente, de las bajas tasas de interés en el mercado internacional del último año (véase resaltado p, 142). En 2008 las tasas de interés externas se redujeron desde niveles más altos que los actuales, llevando a que el rendimiento total de las reservas internacionales aumentara principalmente por la valorización que presentaron las inversiones. Por su parte, en 2009 las tasas de interés aumentaron levemente desde niveles muy bajos, lo cual produjo una baja causación de intereses y una valorización a precios de mercado negativa en \$264 mm (US\$115 m).

Por su lado, los ingresos por operaciones de liquidez (\$193 mm) fueron inferiores en \$119 mm a los registrados en 2008. Esto obedeció a la reducción de la tasa de intervención del Emisor colombiano durante 2009 (600 pb), puesto que el saldo diario promedio de los repos de expansión en ese año (\$3.384 mm) fue similar al observado en 2008 (\$3.322 mm)⁷².

En 2009 los gastos se originaron principalmente en intereses (\$602 mm), entre los que se incluyen la remuneración a los depósitos del Gobierno nacional (\$393 mm), la remuneración al encaje de los establecimientos de crédito (\$69 mm) y los gastos en operaciones de contracción monetaria (\$75 mm). Otros egresos importantes fueron los gastos de personal (\$217 mm) y las diferencias en cambio (\$133 mm).

Al igual que el ingreso por operaciones de expansión monetaria, en 2009 los egresos por remuneración a los depósitos del Gobierno fueron inferiores a los registrados en 2008 (\$316 mm), como resultado, principalmente, de la reducción de la tasa de interés de política. Por otra parte, la JDBR eliminó la remuneración al encaje (resoluciones externas 2 y 9 del 30 de enero y del 24 de julio de 2009, respectivamente), lo que significó menores egresos por \$94 mm frente a 2008.

Por su parte, los gastos de personal (\$217 mm) son el resultado del incremento de salarios pactado en la convención colectiva y de la disminución de la planta de personal. Este rubro presentó un crecimiento anual de 5,2% en 2009, 3,1% en términos reales, resultado de la inflación causada de 2008 (7,67%), la cual afectó el crecimiento en salarios y prestaciones sociales.

Finalmente, el gasto neto de pensionados registró, por una parte, el ingreso generado por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del cálculo actuarial \$238 mm, y por otra, el gasto por concepto de pensiones por

⁷² Estos datos se calculan como el promedio mensual de datos diarios.

\$187 mm. La valorización del portafolio fue el resultado de las menores tasas de negociación de los TES, títulos en los que estuvo invertido aproximadamente el 75,7% del total. Por otra parte, para la vigencia 2009 no se efectuó provisión del cálculo actuarial de acuerdo con el Decreto 2984 del 12 de agosto de 2009 expedido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

B. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, el remanente de las utilidades del Banco, una vez apropiadas las reservas, será de la nación. En virtud de los resultados operacionales observados en la vigencia de 2009 (\$155 mm), la JDBR dispuso que una vez constituidas las reservas, según lo contemplado en los artículos 60, 61 y 63 de los estatutos del Emisor (Decreto 2520 del 14 de diciembre de 1993), y descontando el valor de la inversión neta en activos para la actividad cultural, no se distribuirían utilidades al Gobierno nacional (Cuadro 27).

Las utilidades de 2009 (\$155 mm) se destinaron a incrementar la reserva para fluctuaciones de monedas, toda vez que las ganancias por movimientos cambiarios deben llevarse a esta cuenta, la cual sólo se puede utilizar cuando se presentan pérdidas por este mismo concepto⁷³.

C. Balance del Banco de la República

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, el pasivo y el patrimonio del Banco de la República a 31 de diciembre de 2009, frente a los saldos registrados en la misma fecha del año anterior (Cuadro 28).

1. Activo

El 31 de diciembre de 2009 los activos del Emisor registraron un saldo de \$62.385 mm, inferior en \$124 mm (-0,2%) al saldo observado un año atrás. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales*: al cierre de 2009 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$51.852 mm

⁷³ En 2009 el resultado neto por diferencial cambiario fue de \$189 mm; sin embargo, sólo se incrementa la reserva para fluctuación de monedas hasta la concurrencia de las utilidades totales del ejercicio, esto es, \$155 mm. El saldo de la reserva para fluctuación de monedas es de \$2.361 mm, la cual está destinada a cubrir eventuales pérdidas por la fluctuación de las tasas de cambio del dólar frente a otras divisas que componen las reservas internacionales.

Cuadro 27
Distribución de utilidades de 2009 y utilización
de reservas del Banco de la República

(miles de millones de pesos)	
Resultado del ejercicio año 2009	155
Más: utilización de reservas	3
Reserva para fluctuación de monedas	0
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	1
Reserva para protección de activos	2
Reserva de resultados cambiarios	0
Menos: constitución de reservas	159
Reserva de resultados cambiarios	0
Reserva para fluctuación de monedas	155
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0
Reserva para protección de activos	0
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	3
Resultado neto a favor del Gobierno nacional	0

Fuente: Banco de la República.

(US\$25.365 m). Su variación anual en pesos (-\$2.086 mm, es decir, -4%), se explica principalmente por: i) 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 \$4.524 mm; ii) el incremento en la asignación de derechos especiales de giro (DEG) en los aportes al FMI por \$1.996 mm (US\$976,4 m), cuya contrapartida se registró como pasivo a largo plazo el 28 de agosto y el 9 de septiembre de 2009; iii) la distribución de utilidades al Gobierno nacional por \$818 mm (US\$320,4 m) en febrero de 2009; iv) el rendimiento por intereses, la valoración a precios de mercado y el diferencial cambiario, que produjeron un aumento de las reservas de \$685 mm; v) el mayor valor de los depósitos en moneda extranjera en el Banco de la República por \$458 mm; vi) las compras netas de divisas realizadas por el Emisor por \$265 mm (US\$171 m), y vii) los pagos realizados a los administradores por el manejo del portafolio externo del Emisor colombiano y la comisión de compromiso con el FMI por \$65 mm.

- *Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado ascendió a \$3.597 mm en diciembre de 2009, superior en \$2.697 mm con respecto al cierre de 2008. Este incremento se debió principalmente a: i) compras netas de TES por valor de \$2.500 mm; ii) vencimientos de principal y cupones por \$13 mm y \$56 mm, respectivamente; iii) valorización del portafolio por la disminución de las tasas de negociación de los TES durante 2009 por \$161 mm, y iv) traslado de TES por parte de las sociedades fiduciarias al Banco de la

Cuadro 28

Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico
(diciembre de 2008 - diciembre de 2009)

(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre 2008		Diciembre 2009		Variación	
	Saldos	Participación (%)	Saldos	Participación (%)	Absoluta	Porcentual
Activos	62.508	100,0	62.385	100,0	(124)	(0,2)
Reservas internacionales brutas	53.938	86,3	51.852	83,1	(2.086)	(3,9)
Aportes en organismos internacionales	2.538	4,1	2.802	4,5	264	10,4
Inversiones	900	1,4	3.597	5,8	2.697	299,6
Sector público: deuda consolidada	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Sector público: regulación monetaria	864	1,4	3.580	5,7	2.716	314,2
Bonos: capitalización banca pública y otros	36	0,1	17	0,0	(19)	(52,0)
Cartera de créditos	1	0,0	2	0,0	0	38,4
Sector público Gobierno nacional	1	0,0	1	0,0	(0)	(27,3)
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)	(5,6)
Provisión	(4)	(0,0)	(3)	(0,0)	1	(22,8)
Pactos de reventa apoyos transitorios de liquidez	1.547	2,5	460	0,7	(1.087)	(70,3)
Cuentas por cobrar	37	0,1	32	0,1	(6)	(14,9)
Otros activos netos	3.547	5,7	3.640	5,8	94	2,6
Pasivo y patrimonio	62.508	100,0	62.385	100,0	(124)	(0,2)
Pasivo	43.460	69,5	48.545	77,8	5.085	11,7
Pasivos m/e que afectan las reservas internacionales	25	0,0	19	0,0	(7)	(26,0)
Base monetaria	36.193	57,9	39.545	63,4	3.352	9,3
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	1.624	2,6	830	1,3	(794)	(48,9)
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	15	0,0	0	0,0	(15)	(99,8)
Otros depósitos	108	0,2	62	0,1	(46)	(42,3)
Gobierno nacional (Dirección del Tesoro Nacional) M/N	2.487	4,0	2.351	3,8	(136)	(5,5)
Gobierno nacional (Dirección del Tesoro Nacional) M/E	151	0,2	609	1,0	458	303,2
Obligaciones con organismos internacionales	1.940	3,1	4.260	6,8	2.320	119,6
Cuentas por pagar	78	0,1	99	0,2	21	27,4
Otros pasivos	838	1,3	770	1,2	(68)	(8,1)
Patrimonio total	19.049	30,5	13.840	22,2	(5.209)	(27,3)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	2.393	3,8	2.867	4,6	473	19,8
Superávit	15.321	24,5	10.805	17,3	(4.516)	(29,5)
Liquidación cuenta especial de cambio	453	0,7	453	0,7	0	0,0
Ajuste cambiario: 1993 en adelante y superávit	13.623	21,8	9.099	14,6	(4.524)	(33,2)
Otros	103	0,2	133	0,2	30	29,2
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	1.142	1,8	1.120	1,8	(22)	(1,9)
Resultados	1.322	2,1	155	0,2	(1.166)	(88,2)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.322	2,1	155	0,2	(1.166)	(88,2)

M/N: moneda nacional.

M/E: moneda extranjera.

Fuente: Banco de la República.

República, con el fin de ajustar la utilización de recursos provenientes del pasivo pensional, por un valor aproximado de \$186 mm.

- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de \$460 mm al finalizar el año 2009, lo que significó una reducción de \$1.087 mm (-70%) con respecto al cierre de 2008.

2. Pasivo

Al 31 de diciembre de 2009 el saldo de los pasivos fue \$48.545 mm, superior en \$5.085 mm (12%) al registrado al finalizar el año 2008. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Base monetaria:* al finalizar el año 2009 la base monetaria ascendió a \$39.545 mm, monto superior en \$3.352 mm (9%) a lo registrado al cierre de 2008.
- *Obligaciones con organismos internacionales:* el saldo de este rubro fue \$4.260 mm al finalizar diciembre de 2009, superior en \$2.320 mm (120%) al registrado el 31 de diciembre de 2008. Como se mencionó, su variación obedeció principalmente al incremento en la asignación de DEG en los aportes al FMI.
- *Depósitos en moneda nacional del Gobierno:* constituidos mediante la Dirección del Tesoro Nacional en el Emisor, tuvieron un saldo de \$2.351 mm al cierre de diciembre de 2009, monto inferior en \$136 mm (-5%) al registrado un año atrás.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$13.840 mm en diciembre de 2009, presentando una disminución de \$5.209 mm (-27%) con respecto a la cifra observada en la misma fecha de 2008. Esta reducción se explica básicamente por la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual disminuyó en \$4.524 mm (-33%), como resultado de la apreciación del peso frente al dólar⁷⁴.

D. Proyección de ingresos y gastos para 2010

De acuerdo con la rentabilidad esperada de las reservas como principal fuente de ingresos del Banco de la República, para el presente año se estiman ingresos totales de \$313 mm y egresos de \$934 mm, para un resultado operacional negativo de \$621 mm (Cuadro 29).

⁷⁴ Esto se refleja en un menor valor en pesos de las reservas internacionales brutas en el activo.

Contrario a años anteriores, en 2010 no se espera que la principal fuente de ingresos corresponda al rendimiento de las reservas internacionales; de hecho,

Cuadro 29				
Pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2009 - 2010)				
(miles de millones de pesos)				
	Diciembre 2009 A	Proyectado 2010 B	Variación anual	
			Porcentual B / A	Absoluta B - A
I. Ingresos del P y G	1.291	313	(75,7)	(978)
A. Ingresos monetarios	1.134	190	(83,3)	(944)
1. Intereses y rendimientos	1.036	126	(87,9)	(910)
Reservas internacionales	685	(70)	n.a.	(755)
Otros intereses	71	0	(99,3)	(70)
Operaciones de liquidez	193	43	(77,7)	(150)
Valoración de TES	87	152	74,9	65
2. Diferencias en cambio	26	0	(100,0)	(26)
3. Moneda metálica	51	50	(1,9)	(1)
4. Otros	21	14	(32,5)	(7)
B. Ingresos corporativos	157	124	(21,4)	(34)
1. Comisiones	140	106	(24,3)	(34)
Servicios bancarios	72	56	(22,0)	(16)
Negocios fiduciarios	51	50	(2,2)	(1)
Otras comisiones	17	0	(100,0)	(17)
2. Otros	17	18	3,0	1
II. Egresos del P y G	1.136	934	(17,7)	(201)
A. Egresos monetarios	854	447	(47,7)	(407)
1. Intereses y rendimientos	602	292	(51,5)	(310)
Remuneración al encaje	69	0	(100,0)	(69)
Remuneración a las cuentas de la Dirección del Tesoro Nacional	393	182	(53,8)	(211)
Gastos en administración de reservas internacionales	65	85	30,2	20
Gastos en operaciones de contracción monetaria	75	26	(65,8)	(49)
2. Diferencias en cambio	133	0	(100,0)	(133)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	114	141	23,4	27
4. Otros	5	14	161,7	9
B. Egresos corporativos	333	357	7,3	24
1. Gastos de personal	217	229	5,7	12
2. Gastos generales	48	51	5,5	3
3. Impuestos	7	8	6,6	0
4. Seguros	6	7	6,4	0
5. Contribuciones y afiliaciones	3	4	45,9	1
6. Gastos culturales	9	10	7,3	1
7. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del <i>software</i>)	42	48	14,8	6
C. Gastos de pensionados	(51)	131	n.a.	182
III. Resultado operacional (I - II)	155	(621)	n.a.	(776)

n.a. no aplica.

Fuente: Banco de la República.

su rendimiento se estima en -\$70 mm, producto de una tasa de interés externa baja a la cual se encuentran invertidas las mismas y por el debilitamiento del euro frente al dólar en lo corrido del año. El menor rendimiento sería resultado de las bajas tasas de interés de los principales bancos centrales y de las medidas adoptadas por el Banco de la República para enfrentar la crisis internacional. Dichas medidas se adoptaron para reducir los riesgos del portafolio de inversiones y garantizar que el país cuente con la liquidez suficiente para enfrentar crisis externas. Dada la relación directa que existe entre riesgo y rentabilidad, lo anterior se traduce en menores ingresos por inversión de las reservas (tanto para las observadas en 2009 como para las proyectadas en 2010).

A lo anterior se agregan las pérdidas por diferencial cambiario originadas en el fortalecimiento del dólar frente a otras monedas en lo corrido del año, principalmente el euro y el yen, lo cual reduce el valor en dólares de las reservas internacionales. En particular, entre enero y febrero de 2010 las pérdidas por este concepto ascendieron a US\$110 m (\$215 mm).

De esta forma, en 2010 las principales fuentes de ingresos serían la valoración del portafolio de TES adquirido por el Banco de la República (\$152 mm), las comisiones recibidas (\$106 mm), y los ingresos derivados de las operaciones de liquidez (\$43 mm). Este último rubro sería inferior en \$150 mm frente al observado en 2009, como resultado de las menores necesidades de liquidez por parte del sistema financiero. En particular, se proyecta un saldo promedio diario de repos de expansión de \$1.244 mm, inferior en \$2.140 mm al observado en 2009, lo cual, como se mencionará, es consecuencia de los menores depósitos en moneda nacional del Gobierno en el Banco de la República.

Del total proyectado de los egresos, el 48% corresponde a los monetarios, los que ascenderían a \$447 mm, inferiores en \$407 mm con respecto a los registrados en 2009. Entre ellos, los principales son:

1. La remuneración a los depósitos en moneda nacional del Gobierno en el Emisor, la cual ascendería a \$182 mm, inferior en \$211 mm con respecto a 2009. Este resultado obedece a que el saldo promedio diario de estos depósitos se reduciría de \$7.083 mm en 2009 a \$5.320 mm en 2010.
2. Costo de emisión de especies monetarias (\$141 mm), con un crecimiento nominal anual del 23,4% anual, de acuerdo con el programa de producción de monedas para el año.

De los egresos corporativos (\$357 mm), el rubro de mayor contribución sería el de gastos de personal, el cual se proyecta en \$229 mm, superior en

\$12 mm al registrado en 2009, con un crecimiento nominal anual de 5,7% (2,6% real).

Finalmente, en 2010 los gastos netos de pensionados se estiman en \$131 mm, como resultado de rendimientos del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional (\$97 mm), y de la proyección de gastos en mesadas, auxilios y aportes a seguridad social por pensionados (\$228 mm).

RENDIMIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

El rendimiento de las reservas internacionales en dólares depende principalmente de tres factores: i) los intereses recibidos por las inversiones; ii) los cambios en los precios de los activos financieros en el portafolio, y iii) el movimiento de las tasas de cambio. A continuación se explica cada uno de estos factores.

- i) Las reservas internacionales se invierten en instrumentos conocidos como renta fija, los cuales se caracterizan por pagar al inversionista un interés previamente definido durante un período de tiempo determinado. Los instrumentos de renta fija tienen un vencimiento, es decir, un lapso establecido en el que el agente recupera el monto total de su inversión.

Cada instrumento de renta fija tiene una tasa de interés contractual (o tasas cupón diferente). Sin embargo, el principal factor que determina estas tasas es la política monetaria de cada banco central, ya que tiende a mover en la misma dirección todas las tasas de interés de los instrumentos emitidos en una moneda. Esto implica que los rendimientos de las reservas internacionales por este concepto serán menores cuando las tasas de interés de los principales bancos centrales (Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco Central Europeo y Banco de Japón) estén en niveles bajos.

- ii) Los rendimientos de las reservas internacionales también se ven afectados por cambios en los precios de las inversiones. El precio de un instrumento de renta fija se define como el valor presente de los flujos de caja, descontados a una tasa de interés específica, o tasa de rendimiento. Para la mayor parte de instrumentos de renta fija, los flujos de caja que se recibirán en el futuro son fijos y el inversionista los conoce desde el principio. Por esta razón, el único factor que puede generar cambios en el precio es la tasa de rendimiento a la cual se negocia cada papel en el mercado.

El principal factor que determina el comportamiento de las tasas de interés en un mercado es la política monetaria. Así, las inversiones de las reservas internacionales tienden a valorizarse en períodos en los que los principales bancos centrales reducen las tasas de interés, y a desvalorizarse cuando éstos contraen la política monetaria. En períodos en los que dicha política se mantiene estable, las reservas internacionales no presentan pérdidas o ganancias considerables por este factor.

- iii) En cuanto al movimiento de las tasas de cambio, las reservas internacionales se valoran en dólares; sin embargo, existen inversiones en otras monedas. Por este motivo, la fluctuación de las tasas de cambio también tiene un impacto sobre la rentabilidad del portafolio. La composición cambiaria de las reservas internacionales es 85% en dólares de los Estados Unidos, 12% en euros y 3% en yenes, aproximadamente, lo cual hace que la cotización euro/dólar y dólar/yen tenga el mayor impacto sobre la rentabilidad. Por ejemplo, si el euro se fortalece frente al dólar, el valor de las reservas expresado en dólares aumenta (ese 12% denominado en euros se habrá apreciado al calcularlo en dólares). No obstante, este factor puede producir tanto pérdidas como ganancias para el Banco porque los tipos de cambio presentan fluctuaciones importantes en el largo plazo que son difíciles de pronosticar¹.

¹ Como consecuencia de las medidas adoptadas por el Banco, se presentó un aumento en la participación de las inversiones en gobiernos o entidades relacionadas a los mismos y una fuerte reducción del riesgo crediticio. Los títulos de deuda bancaria y corporativa de países industrializados, que alcanzaban 31% del portafolio antes de la crisis, representan actualmente alrededor del 6%. En 2009 el Banco eliminó su exposición a los títulos respaldados por activos, que antes de la crisis ascendían a 11% de las inversiones.