

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

INTRODUCCIÓN

Luego de la agudización de la crisis financiera en los Estados Unidos y otros países desarrollados a raíz de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del año pasado, durante la primera mitad de 2009 la economía mundial continuó sintiendo los efectos de la crisis, con altibajos en su intensidad y en la forma como distintos grupos de países se han visto afectados. Para el primer trimestre de 2009, los datos de crecimiento mostraron una contracción de las economías industrializadas, en la mayoría de los casos superior a la observada en la última parte de 2008. En particular, la zona del euro y Japón registraron caídas trimestrales anualizadas de actividad económica de 9,7% y 14,2% respectivamente, algo sin precedentes en la historia reciente. La economía de los Estados Unidos se contrajo 5,5%, magnitud similar a la del último trimestre de 2008.

La crisis del mundo desarrollado repercutió fuertemente sobre la actividad real de las economías emergentes, que en su conjunto mostraron una contracción de 4% en el primer trimestre frente al mismo período de 2008. En este caso, la caída más fuerte se produjo en los países de Europa del Este, cercana al 15% anual, como resultado de fuertes salidas de capital generadas por grandes desequilibrios macroeconómicos y ausencia de flexibilidad cambiaria. Igualmente, varias economías emergentes de Asia como Corea del Sur, Hong Kong y Taiwán registraron fuertes desaceleraciones, en vista de su elevada dependencia del comercio internacional. Sin embargo, el relativo buen desempeño de China e India, gracias a estímulos macroeconómicos y al tamaño de sus mercados internos, lograron hasta cierto punto compensar la contracción de la región. Finalmente, en el caso de América Latina, se observó una fuerte caída en México (8,2%), resultado de sus estrechos vínculos comerciales y financieros con los Estados Unidos, en tanto que Brasil, Chile y Colombia experimentaron contracciones de menor magnitud. Por su parte, Perú creció a una tasa de 1,8%, significativamente inferior al crecimiento del año anterior. Algo similar ocurrió en Venezuela y Ecuador, con crecimientos en el primer trimestre de 0,3% y 1,2%, respectivamente.

Para el segundo semestre de 2009 indicadores líderes de producción industrial y comercio internacional sugieren que la contracción económica mundial

comenzaría a ceder, y que podría estarse iniciando un proceso de estabilización de la economía global, apoyada en las fuertes medidas contracíclicas adoptadas por los gobiernos y bancos centrales alrededor del mundo. La mejoría en las expectativas a seis meses y un año de empresarios y consumidores en los Estados Unidos y Europa confirman esta percepción. A este respecto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) dio a conocer el pasado 8 de julio una revisión al alza de sus pronósticos de crecimiento de la economía mundial, que en el año 2010 alcanzaría 2,5%, superior al 1,9% que se estimaba en abril. Dicha entidad advierte, sin embargo, que la recuperación será lenta y muy desigual. Las economías avanzadas, luego de una contracción de 3,8% prevista para 2009, no mostrarían una recuperación de su actividad económica sino en la segunda mitad de 2010, cuando alcanzarían un crecimiento anual de 0,6%, algo mejor que el 0% que se estimaba en abril. Por su parte, se prevé que las economías emergentes retomen una senda positiva a partir del segundo semestre de 2009, si bien con notables diferencias regionales, y que crezcan a una tasa de 4,7% en 2010, por encima del 4% que se preveía en abril.

Pronósticos de esta naturaleza están sujetos a un fuerte grado de incertidumbre. Como lo señala el FMI, la recuperación de la economía mundial dependerá de un complejo balance de fuerzas. Los efectos negativos sobre el crecimiento que ejerce el choque financiero, la fuerte caída del comercio global, el incremento de la incertidumbre y el colapso de la confianza, están disminuyendo gradualmente. Sin embargo, los mercados de vivienda no han terminado todavía de ajustarse, los mercados financieros continúan muy frágiles, y los balances de las entidades financieras aún requieren sanearse y muchas de ellas reestructurarse. Si bien los recortes en las tasas de interés de política y el suministro de amplia liquidez han apoyado la intermediación y disminuido la probabilidad de fallas sistémicas, las mejoras no son uniformes en todos los mercados y países, y las condiciones de crédito aún permanecen apretadas.

Este contexto de contracción económica mundial, pérdida de confianza, reducción del comercio internacional y debilidad de los mercados financieros, ha afectado el desempeño de la economía colombiana al igual que el de muchas otras economías emergentes. A pesar de ello, el comportamiento del producto interno bruto (PIB) para el primer trimestre de 2009 publicado recientemente por el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE), mostró que la economía colombiana ha logrado resistir, mejor que muchos otros países emergentes, los duros efectos de la crisis. Al respecto, cabe destacar que la caída de 0,6% de la actividad económica en Colombia durante el primer trimestre, comparado con el mismo período de 2008, resultó menor que la correspondiente para las economías de Brasil (-1,8%); Chile (-2,1%) y México (-8,2%). Igualmente, la moderada contracción económica en Colombia se compara favorablemente con las caídas del producto que tuvieron los países emergentes de Europa del Este y algunos de Asia.

Otro aspecto que refleja la resistencia de la economía colombiana a los efectos de la crisis, es que, a pesar del difícil contexto externo, el PIB colombiano no continuó contrayéndose durante el primer trimestre de 2009 más allá de la caída del 1% anual registrada durante el cuarto trimestre de 2008. Concretamente, frente al último trimestre de 2008, la economía colombiana creció 0,2%. Si bien, aún es prematuro hablar de recuperación, este resultado sugiere que la economía colombiana habría logrado estabilizarse, y que posiblemente lo peor de la crisis ya pasó.

Como se discute en el presente informe, los canales por medio de los cuales la crisis financiera internacional ha afectado a la economía colombiana están asociados principalmente con el deterioro de la confianza de consumidores y empresarios, y con la disminución del ingreso disponible de la economía, resultante de los menores precios de la mayoría de bienes exportados y de la caída de las remesas. Lo anterior contribuye a explicar la reducción de 0,5% del consumo de los hogares y de 6,3% de la inversión privada durante el primer trimestre. En contraste, los canales de contagio financiero no han operado con fuerza para Colombia, pues la crisis internacional no ha impedido el acceso del país a los mercados de crédito internacional, ni tampoco ha generado una fuga de capitales. Al respecto, cabe recordar que el Gobierno nacional colocó sin dificultad bonos de deuda externa por valor de US\$2.000 millones (m) durante el primer semestre del año, en tanto que los flujos de inversión extranjera directa siguen llegando en cuantía importante al país, contribuyendo no sólo a financiar la cuenta corriente, sino también a sostener la dinámica de la producción minera, tal como lo muestran las cifras del PIB para el primer trimestre del año.

Un análisis del comportamiento del PIB por ramas de actividad permite identificar desde otro punto de vista los efectos de la crisis externa. Aquellas actividades productivas más vinculadas al comercio mundial, que se clasifican en lo que se denomina el sector transable de la economía, experimentaron durante el primer trimestre una contracción de 1,8% anual, tres veces superior a la del total de la economía. Dentro de este grupo se destaca la industria manufacturera, cuya caída en el primer trimestre fue de 7,9% por efecto de la reducción de las ventas externas de ramas industriales como vehículos, prendas de vestir y confecciones, molinería y almidones, hierro y acero, y sustancias químicas. El sector agropecuario, que se clasifica como transable, también experimentó una reducción superior a la de la economía, aunque de menor magnitud (-0,8%). El buen desempeño de otra importante actividad transable como minas y canteras, que creció 10,6% en el primer trimestre, impidió que la contracción de este conjunto de la economía hubiera sido más fuerte.

En contraste, el sector no transable de la economía, que fundamentalmente se orienta a atender el mercado interno, logró un ligero crecimiento de 0,1%

en el primer trimestre. Evidentemente este sector no es ajeno a la crisis, aunque en este caso el impacto de la misma se produce de manera indirecta por la pérdida de confianza, que reduce el consumo de los hogares y la inversión. Dentro de este sector se destaca el buen desempeño del sistema financiero, que logró crecer 4,1% anual durante el primer trimestre. Pero fue sin duda el notable desempeño de la construcción de obras civiles (21,2%) el factor fundamental que impidió que el sector no transable se contrajera, evitando así una caída más aguda de la economía. Puesto que las obras civiles reflejan, en parte, el comportamiento de la inversión pública (algunas inversiones en minería son de origen privado), su elevado crecimiento durante el primer trimestre evidencia el esfuerzo de la política fiscal por crear una demanda contracíclica que contribuya a sostener la dinámica de la economía.

La desaceleración del crecimiento económico se ha reflejado en un incremento de la tasa de desempleo, que por sus consecuencias sociales constituye sin duda uno de los efectos más preocupantes de la crisis mundial. La información disponible más reciente señala que la tasa de desempleo del trimestre marzo-mayo se ubicó en 11,9% para el total nacional y 12,9% para las trece principales áreas metropolitanas. Esto implica un incremento de 0,9 y 1,3 puntos porcentuales (pp) respectivamente, frente al mismo período de 2008. Como se discute en este informe, el mayor desempleo ha sido resultado de una expansión de la oferta laboral, que ha superado el aumento de la demanda. En otras palabras, no es que la ocupación en la economía haya dejado de crecer; de hecho, para el período mencionado, la tasa de ocupación pasó de 52,9% a 54%. No obstante, la entrada de trabajadores adicionales a la oferta laboral, que buscan compensar una caída de ingresos familiares o la pérdida de trabajo del jefe del hogar, supera la capacidad de creación de empleo que actualmente tiene la economía, incrementándose así la tasa de desempleo. A medida que el crecimiento económico se recupere, ambos fenómenos deberán revertirse, pues muchos trabajadores adicionales retornarán a sus labores habituales del hogar o estudio, y la economía estará en mejores condiciones de generar más puestos de trabajo.

La respuesta de política monetaria por parte de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para amortiguar los efectos negativos de la crisis global ha sido ágil y oportuna, sin apartarse de su mandato constitucional de preservar el poder adquisitivo de la moneda. En octubre de 2008, pocas semanas después del recrudecimiento de la crisis financiera internacional, la JDBR decidió reducir el encaje bancario sobre los depósitos ordinarios. Con esta medida se disminuía el costo de intermediación financiera y se disipaban temores de un apretón de liquidez. Por esa misma época, la Junta también decidió reducir a cero el requisito de depósito sobre operaciones de endeudamiento externo, para facilitar el acceso al financiamiento externo, en un momento en que éste se había encarecido por cuenta de la crisis

global. Posteriormente, a partir de diciembre de 2008, adelantándose a los demás bancos centrales de América Latina, la JDBR inició un rápido proceso de reducción de la tasa de interés de política, que a finales de junio de 2009 acumulaba un recorte de 550 puntos básicos (pb), con lo cual la tasa repo central para suministro de liquidez al sistema bancario pasó de un nivel de 10% a uno de 4,5%.

La política de estímulo monetario que se ha venido llevando a cabo durante los últimos meses se enmarca dentro de la estrategia de inflación objetivo, la cual busca mantener la actividad económica alrededor de su senda sostenible de largo plazo. Esto implica ajustar las tasas de interés y demás instrumentos monetarios de forma contracíclica, para evitar oscilaciones muy fuertes del producto y asegurar una inflación baja y estable. Así como en la fase alta del ciclo económico las tasas de interés se incrementaron para contener la expansión del gasto y la burbuja de crédito que ejercían fuertes presiones inflacionarias, ahora, cuando la economía crece por debajo de su capacidad potencial y se reducen las presiones de precios y expectativas de inflación, la política monetaria se hace menos expansiva, sin que ello implique peligro alguno sobre el control de la inflación. De hecho, durante el primer semestre de 2009 la inflación anual al consumidor presentó una pronunciada desaceleración, desde un nivel de 7,7% observado al finalizar 2008 a uno de 3,8% a finales de junio, que corresponde al nivel más bajo desde julio de 1962. Del mismo modo, la inflación básica —que aísla los choques transitorios de oferta como los que ocurren en los precios de los alimentos o combustibles— ha registrado un descenso significativo al pasar de 6,1% en diciembre a 4,9% en junio, según el promedio de tres indicadores monitoreados por el Banco. Al tiempo con esta caída de la inflación, se ha observado un fuerte declive de las expectativas de inflación, que de acuerdo con la encuesta mensual realizada por el Banco de la República, se sitúan alrededor de 3,8% para finales de 2009 y para un horizonte de doce meses en 4,6%, niveles compatibles con las metas de inflación.

La transmisión de la reducción de la tasa de política a las tasas de interés de los créditos del sistema financiero ha sido muy rápida. En lo corrido del año hasta mediados de junio, la tasa activa ponderada había descendido 595 pb, lo que se compara favorablemente con la reducción ya mencionada de 550 pb de la tasa de política. Las tasas de casi todas las modalidades de crédito han respondido al relajamiento de la política monetaria, destacándose la tasa de interés del crédito comercial, con una reducción de 638 pb en el mismo período. La única que ha mostrado alguna resistencia a la baja es la tasa de interés del crédito de consumo, cuya reducción en el período señalado alcanzaba 221 pb. La relativa inflexibilidad de esta tasa obedece a que los préstamos para consumo constituyen la modalidad más riesgosa para las entidades financieras, puesto que normalmente no tienen colateral. Este es un fenómeno común a otras economías, tal como se discute en uno de los recuadros del documento.

La reducción de la tasa de interés del crédito y la solidez del sistema financiero han contribuido a sostener cierto dinamismo de la cartera total, que al concluir el primer semestre de este año alcanzaba un crecimiento del 14% anual. Si se consideran las condiciones de desaceleración económica y la pérdida de confianza de consumidores e inversionistas, este incremento del crédito es satisfactorio. En particular, la cartera comercial muestra mayor dinamismo, al alcanzar un crecimiento de 20% anual durante el primer semestre, lo que sin duda refleja la mayor respuesta que la tasa de interés de esta modalidad de crédito ha tenido frente a la tasa de política. El crédito comercial está orientado al sector corporativo de la economía, y ayuda a mantener la dinámica de la inversión productiva. De otra parte, el crédito de consumo ha permanecido casi estancado, a una tasa de 2,8% anual durante el primer semestre. No debe sorprender este comportamiento, si se tiene en cuenta su fuerte crecimiento en el pasado, la caída del consumo de los hogares durante el primer trimestre, la menor confianza de los consumidores, y la lenta respuesta de las tasas de crédito de consumo a la reducción de la tasa de interés de política por parte del Banco de la República.

El año 2009 pasará a la historia como uno excepcionalmente difícil para la economía mundial, golpeada por una crisis financiera internacional sin precedentes desde la Gran Depresión de los años treinta. La globalización económica hace que el contagio de la crisis se produzca de forma rápida e intensa. En este adverso ambiente económico, la economía colombiana está resistiendo mejor que muchos otros países emergentes de desarrollo similar. Esto no es algo fortuito, sino el reflejo de los buenos fundamentos económicos del país y de la política económica prudencial que antecedió a la crisis. Numerosos indicadores reflejan la mayor fortaleza de la economía colombiana frente al pasado. Entre otros, cabe mencionar el nivel de reservas internacionales; la solidez patrimonial y la baja exposición al riesgo del sistema financiero; la menor deuda externa (pública y privada) como proporción del PIB y su perfil de vencimiento a plazos largos; un déficit de cuenta corriente sostenible, financiado principalmente con inversión extranjera directa; las mayores tasas de ahorro e inversión de la economía, y la mayor capacidad de crecimiento potencial en un contexto de inflación baja y estable. A esto se agrega el acceso a la línea de financiamiento flexible por US\$10.400 m del FMI, la cual se otorga a países con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica.

Es tarea de las autoridades económicas capitalizar esas fortalezas con un manejo prudente y a la vez eficaz de la crisis, que use todos los instrumentos disponibles sin crear mayores desequilibrios. El objetivo fundamental es atenuar los efectos del choque externo y preparar a la economía colombiana para la recuperación, una vez mejoren las condiciones internacionales. El manejo de la política monetaria en un contexto de flexibilidad cambiaria, aunado a la prudente política fiscal contracíclica, en un marco de sostenibilidad

de la deuda pública, según lo expuso el Gobierno en el marco fiscal de mediano plazo, contribuirán a alcanzar tan deseado objetivo.

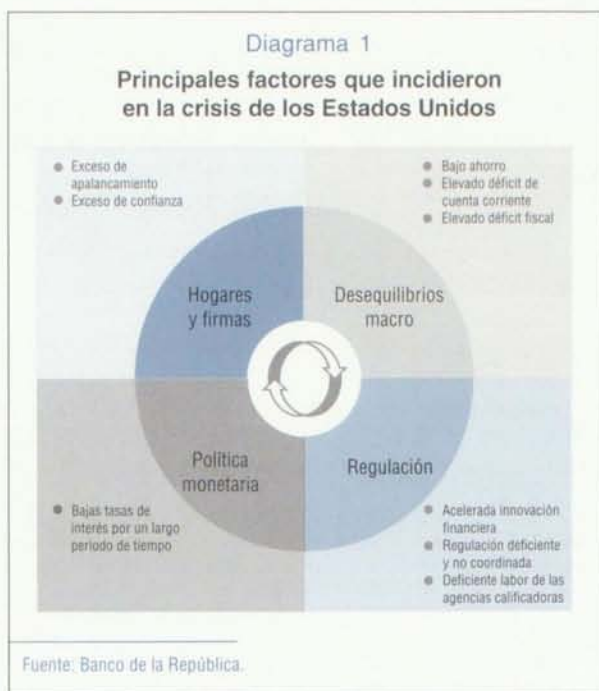
Este documento contiene cuatro capítulos. El primero describe el desarrollo de la crisis mundial, sus efectos sobre las economías y las perspectivas. El segundo capítulo profundiza sobre el comportamiento de la economía colombiana, y el impacto que ha recibido de la crisis internacional. El tercero describe el manejo de las reservas internacionales, su composición, medidas adoptadas y el estado de las reclamaciones de eventos crediticios. El capítulo final discute la situación financiera del Banco de la República. Adicionalmente, el informe incluye varios recuadros que profundizan temas técnicos y complementan el análisis económico presentado en los capítulos.

I. LA CRISIS MUNDIAL, LECCIONES DE POLÍTICA Y PERSPECTIVAS

A diferencia de otros episodios de crisis económica internacional, la presente recesión mundial tuvo origen en la economía más grande del mundo y se extendió de una forma sincronizada hacia los demás países industrializados. La coexistencia de grandes desequilibrios macroeconómicos y una política monetaria laxa por un tiempo prolongado en los Estados Unidos, en un ambiente de precaria regulación bancaria y acelerada innovación en el mercado financiero, creó el marco propicio para la formación de burbujas en los precios de los activos (hipotecarios y financieros). Esta situación se vio acentuada

por el exceso de confianza y apalancamiento de los agentes (Diagrama 1). Ante este panorama macroeconómico, la posterior caída en los precios de la vivienda detonó la peor recesión de los Estados Unidos desde el período de posguerra.

El principal canal de transmisión de la crisis de los Estados Unidos hacia los demás países desarrollados fue el financiero, con un choque adverso que se venía presentando desde mediados de 2007 y que se intensificó a raíz de la quiebra de Lehman Brothers y la incertidumbre



por los recursos del Troubled Asset Relief Program (TARP)¹. En el segundo semestre de 2008 la mayoría de países industrializados cuyos sistemas financieros tenían títulos de baja calidad (*subprime*) del mercado hipotecario de los Estados Unidos² experimentaron una profunda crisis financiera: iliquidez interbancaria, pérdida de solvencia de las principales instituciones financieras, parálisis en los mercados de crédito y desvalorización en los mercados de capitales, afectando de manera severa la riqueza de los hogares y el flujo de caja de las empresas. Adicionalmente, esta situación se vio agravada, dado que algunas economías desarrolladas como Inglaterra, España, Francia, Irlanda, Australia y Nueva Zelanda también presentaban burbujas hipotecarias que empezaron a desinflarse.

La menor demanda mundial y la caída en el financiamiento externo también afectaron el comercio exterior, el cual había sido uno de los principales motores de crecimiento. Todos estos hechos provocaron un fuerte deterioro de la confianza y enormes pérdidas de producto y empleo, lo cual ha desatado la peor recesión conjunta desde la posguerra en los países industrializados³.

En cuanto a los países emergentes, muchos de ellos no se han visto expuestos de una forma directa a la crisis financiera y tampoco han presentado una desvalorización aguda en los precios de activos (incluyendo los hipotecarios)⁴. El impacto de la crisis mundial se ha dado principalmente por medio del menor volumen y precio de las exportaciones, de la reducción de las remesas de trabajadores, de la desaceleración de la inversión extranjera directa y de una reducción en la confianza (con implicaciones sobre el consumo y la inversión).

La magnitud del impacto de la crisis mundial sobre cada país en desarrollo ha sido disímil. No obstante, se pueden extraer las siguientes lecciones de política económica que sirven de referencia para enfrentar en mejor medida los choques externos negativos:

- Es necesario adoptar políticas macroprudenciales que blinden a las economías ante choques adversos.

¹ Es un programa del gobierno de los Estados Unidos de compra de activos y patrimonio de las entidades financieras para fortalecer dicho sector.

² Países que tenían un sistema financiero altamente integrado al de los Estados Unidos o una elevada exposición a títulos tóxicos.

³ Un estudio del FMI (WEO, 2009), en el que se realiza una comparación entre las diversas recesiones del siglo pasado y el presente, muestra que las que están asociadas con crisis financieras han sido más severas y duraderas que las relacionadas a otros choques. Lo mismo ha sucedido con las recesiones altamente sincronizadas entre países.

⁴ La mayoría no tiene un sistema financiero tan integrado al de los Estados Unidos como el de varias economías industrializadas ni tampoco presentan una elevada exposición a títulos tóxicos en sus sistemas financieros.

- Los excesos de gasto por períodos prolongados en una economía generan grandes déficits en la cuenta corriente que pueden llegar a ser insostenibles ante una reducción abrupta del financiamiento externo.
- Los aumentos acelerados y excesivos del crédito, alejados de lo que se pueda considerar como una tendencia natural de crecimiento de los préstamos, generarán usualmente burbujas en los precios de los activos que son insostenibles. La reversión futura de dichos precios puede llegar a producir una crisis económica.
- Diferencias muy amplias entre los plazos de captación y préstamos, así como los fuertes descalces cambiarios⁵ de los bancos y de las firmas, amplifican los riesgos del sistema financiero. Si esta situación se desarrolla en presencia de una caída del financiamiento externo, el sistema financiero puede enfrentar serios problemas de iliquidez y las tasas de interés podrían mantenerse al alza.
- Un sistema financiero saludable, con adecuadas provisiones y exigencias de capital, contribuye a amortiguar en mayor medida los efectos adversos que genera una reducción del financiamiento externo.
- La importancia de un régimen de tasa de cambio flotante, ya que en economías que presentan fuertes rigideces la tasa de cambio se ajusta ante diversos choques y permite alcanzar un mejor equilibrio macroeconómico. Con tasa de cambio flexible los efectos adversos sobre el PIB que se generan por un choque real externo, como por ejemplo una caída en los términos de intercambio, son atenuados por la depreciación que se presenta, ya que esta última mejora los ingresos de los exportadores y aumenta su competitividad en el corto plazo. La flexibilidad cambiaria también le permite al banco central tener mayor control sobre la tasa de interés interna. Por el contrario, con una tasa de cambio fija, dada la pérdida de control sobre la tasa de interés, el ajuste recae con mayor fuerza en la política fiscal, aumentando el riesgo de insolvencia del Estado.

De esta manera, los países en desarrollo más afectados por la crisis han sido los que han presentado algunos de los anteriores problemas estructurales, destacándose los países de Europa del Este. En los últimos cinco años el crédito había venido creciendo en términos reales promedio por encima del 40% en diversos países de la zona, generando un crecimiento insostenible de la demanda interna muy por encima del producto. Así, la crisis internacional los golpeó cuando enfrentaban un déficit en la cuenta corriente en un

⁵ Un ejemplo de descalce cambiario es un banco que pide prestado en dólares para otorgar créditos en pesos sin ningún tipo de cobertura.

nivel históricamente alto⁶, financiado en su mayor parte con deuda externa. Adicionalmente, varios de ellos tenían un compromiso de paridad de tasa de cambio frente al euro y sus entidades financieras presentaban grandes descalces en moneda y plazos⁷. Como la mayoría de la banca es extranjera y una gran proporción de sus depósitos son de origen externo⁸, la sequía de flujos internacionales redujo el crédito a los agentes internos de manera severa. La venta de reservas para defender el tipo de cambio generó una contracción monetaria que exacerbó la iliquidez del sistema financiero y aumentó las restricciones de crédito. Todas estas vulnerabilidades macroeconómicas, en presencia de una caída muy fuerte del financiamiento externo, desencadenaron en Europa del Este una recesión sin precedentes.

En varios países de América Latina se ha observado una historia diferente. De esta manera, a pesar de haberse visto fuertemente afectados por la coyuntura internacional, mediante los canales de balanza de pagos y confianza, se estima que en varios de ellos el impacto de la crisis será menor, incluso inferior al registrado en las economías desarrolladas; lo anterior, debido principalmente a la acción de varias medidas macroprudenciales que se han venido desarrollando después de la crisis de finales de los años noventa. En efecto, algunas economías de la región que han mantenido una política monetaria y fiscal responsable, siguen presentando un sistema financiero saludable y un déficit de cuenta corriente sostenible, financiado principalmente con inversión extranjera directa. En varios de ellos el comercio exterior tiene una baja participación en su actividad económica o presentan exportaciones concentradas especialmente en productos básicos que aunque han sufrido fuertes desvalorizaciones con la crisis, sus niveles continúan siendo altos, comparados con el promedio de años anteriores. Es así como por primera vez países como Perú, Chile, Colombia y Brasil pueden realizar acciones contracíclicas en materia fiscal o monetaria, que han atenuado el impacto negativo de la crisis internacional y generado dinámicas de recuperación relativamente tempranas.

Como se describirá a continuación, algunos indicadores de sentimiento de los consumidores y de las empresas en los países desarrollados sugieren que la crisis internacional estaría cerca de tocar fondo y que se podría dar una recuperación en el segundo semestre, aunque de una forma muy lenta⁹. Lo

⁶ Alcanzaba dos dígitos como porcentaje del PIB en varias economías.

⁷ El indicador cartera/depositos del sector privado de la región es superior a 2, muy por encima del resto de economías en desarrollo.

⁸ Provenientes de los países de Europa Occidental.

⁹ Las dinámicas de recuperación proyectadas para los países industrializados pueden ser lentas debido a diversos factores: por un lado, enfrentaron una severa crisis en su sistema financiero, y este último sector es indispensable para una recuperación rápida y sostenida del producto en el

anterior, unido a ciertos signos de mejor desempeño observados en el comercio exterior y en la actividad económica de las grandes economías emergentes asiáticas, podría generar un panorama más favorable para los países de la región en lo que resta del año. No obstante, para 2010 la mayoría de analistas esperan crecimientos considerados como históricamente bajos en la mayoría de países.

A. Países industrializados: qué hay de nuevo, y lo que se espera para el resto de 2009

Como se anotó, la acción conjunta de varios sucesos en el entorno financiero de países desarrollados durante el tercer y cuarto trimestre de 2008 sirvió como detonante del cúmulo de desequilibrios macroeconómicos que enfrentaban dichos países, resultando en un deterioro severo de la riqueza de los hogares, una paralización del crédito y una pérdida de la confianza de firmas y hogares que desencadenaron una drástica disminución en la actividad productiva mundial. No obstante, en el último trimestre la acción de políticas contracíclicas en materia fiscal y monetaria¹⁰, en cuantías sin precedentes en la historia reciente, han permitido que se presenten algunas mejoras que podrían restablecer las condiciones necesarias para que en el segundo semestre de este año comience un período de estabilización económica. Por el lado de la riqueza de los hogares, la recuperación de los mercados bursátiles en los últimos meses ha permitido compensar algún porcentaje de las grandes pérdidas de 2008. Así mismo, aunque las condiciones de crédito se mantienen apretadas, se han observado algunos alivios especialmente para grandes empresas, en un entorno de mayor liquidez interbancaria y mejoras en términos de relación de solvencia de grandes entidades financieras. También, varios de los indicadores de confianza sobre la situación económica, sentimiento empresarial y perspectivas de mediano plazo han mostrado leves repuntes, que aunque muy disímiles entre regiones, auguran un mejor panorama. Finalmente, la caída en la actividad manufacturera, que ha generado un gran impacto negativo sobre el mercado laboral, podría comenzar un proceso de activación en los próximos trimestres, en la medida en que las nuevas órdenes se están recuperando en presencia de inventarios que se pueden considerar como históricamente bajos. A continuación se describen algunas señales de estabilización económica que se han observado durante el último trimestre.

largo plazo. Por otra parte, la riqueza de los hogares se vio fuertemente afectada por la caída en el precio de los activos financieros y de vivienda, lo cual va en detrimento de las dinámicas del consumo a futuro. Así mismo, el deterioro en el mercado laboral no se ha detenido y puede tardar en recuperarse. Ello también deprimiría el consumo y afectaría la confianza.

¹⁰ En el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* presentado en abril de 2009 se detallaron las principales políticas fiscales y monetarias implementadas por los países desarrollados durante el segundo semestre de 2008 y comienzos de 2009. Aunque dicha descripción se mantiene vigente; la gran incertidumbre continúa siendo la velocidad de ejecución y la eficacia de las políticas fiscales durante el segundo semestre de 2009, particularmente en el caso estadounidense.

- *Mercados bursátiles.* Un componente esencial dentro de las expectativas sobre el devenir económico son los mercados de capitales¹¹. La respuesta de dichos mercados en países desarrollados en los meses de marzo, abril y mayo de este año fue muy positiva y se han estabilizado recientemente (Gráfico 1). Los inversionistas han aprovechado los bajos niveles que se alcanzaron a finales del año pasado en la mayoría de índices



bursátiles. El menor pesimismo que muestran las encuestas de sentimiento de los hogares y de los empresarios también ha afectado favorablemente los índices bursátiles.

- *Sistema financiero.* La acción de los bancos centrales y tesoros de los grandes países industrializados se ha focalizado en restablecer el funcionamiento de los sistemas financieros, irrigando liquidez abundante que compense la desconfianza en los mercados interbancarios. Los casos de los Estados Unidos y el Reino Unido son los que más resaltan, donde las políticas de ampliación y recomposición de las hojas de balance de los bancos centrales han logrado recuperar en su gran mayoría el desempeño de los mercados de alta liquidez.

En cuanto a la situación del capital necesario para responder a la turbulencia en los sistemas financieros, en los Estados Unidos y en Europa se han realizado ejercicios de *stress-test*, los cuales analizan el comportamiento esperado de la solvencia de las instituciones financieras ante cambios en las condiciones macroeconómicas¹². Los resultados en general son favorables

¹¹ Para el caso japonés, principalmente, se han realizado varios ejercicios académicos mostrando el poder predictivo que pueden tener los precios de las acciones sobre quiebres económicos futuros (véase Yamada y Honda, 2005). No obstante, se debe tener en cuenta que esta relación se mantiene bajo particulares condiciones del mercado y no ha sido probada para todos los países.

¹² Para los 19 bancos más grandes de los Estados Unidos se determinaron las cantidades de capital necesarias para mantener un saludable nivel de solvencia, aun si las condiciones económicas de los próximos dos años resultan peor de lo estimado. Los resultados del ejercicio mostraron que en el peor escenario las necesidades de capital para las 19 entidades alcanzarían los US\$600 mil millones (mm) entre 2009 y 2010. Después de analizar las ganancias proyectadas de dichas firmas, se esperaría que diez de ellas necesitarían en total recolectar en capital privado US\$75 mm.

en la medida en que las necesidades de capital que resultaron de los mencionados ejercicios de sensibilidad son inferiores a las esperadas por el mercado¹³. Para el caso europeo, sin embargo, existe gran preocupación dentro de los analistas por las posibles consecuencias que el deterioro de las condiciones macroeconómicas de Europa del Este tenga sobre los bancos de Europa

Occidental. Como se mencionó, buena parte del fondeo de proyectos de inversión y de la cartera en dichas economías en desarrollo proviene de grandes bancos de Occidente.

Aunque la liquidez y el balance de las instituciones financieras se encuentren bajo menos estrés, se debe tener en cuenta que las condiciones de crédito siguen muy apretadas para la mayoría de sectores. A pesar de la reducción en las tasas de interés en el mercado de papeles comerciales, sus emisiones se han disminuido de forma continua¹⁴. Adicionalmente, las encuestas que realizan los bancos centrales a los bancos comerciales muestran que el crédito sigue deprimido tanto por la oferta como por la demanda (Gráfico 2).

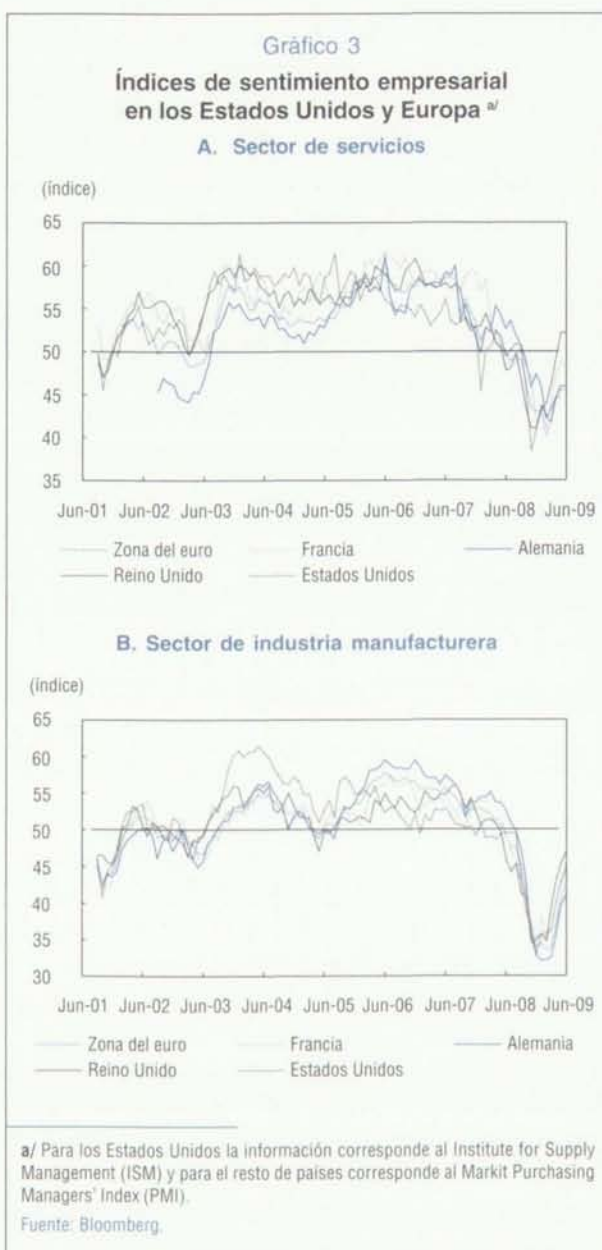
- *Indicadores de sentimiento empresarial y confianza.* Diferentes indicadores de sentimiento económico y de expectativas pueden



¹³ No obstante, el debate actual plantea la posibilidad de repetir las pruebas de *stress-test* con escenarios macroeconómicos más deteriorados.

¹⁴ Cabe la pregunta de si realmente las tasas de interés son buenos indicadores en estos momentos. Es posible que el ajuste que realizan las entidades financieras sea vía cantidad y selección de clientes. Esto podría dejar por fuera del mercado a varios clientes y sólo mantener los preferenciales con tasas de interés más moderadas. Inclusive, podría existir competencia vía precios por atraer los buenos clientes.

generar señales de cambios en el ciclo económico. Su relación depende del momento cuando son publicados, de su coincidencia con el ciclo económico (indicadores coincidentes), o de la capacidad que han mostrado para predecir el futuro económico (indicadores líderes). Los indicadores publicados por el Institute for Supply Management (ISM) en los Estados Unidos y por Markit para el resto de economías desarrolladas involucran percepciones de empresarios sobre su situación actual y futura en dicha industria. En los Estados Unidos como en Europa, aunque se perciben incrementos recientes en dichos índices agregados, su nivel aún coincide con una contracción en la industria. Sin embargo, las preguntas que se relacionan con las expectativas del sector a seis meses o un año han repuntado recientemente. Para el sector de servicios la situación es muy similar (Gráfico 3).



Las expectativas también han mejorado un poco en el caso de los hogares. Los indicadores de confianza del consumidor han repuntado en los Estados Unidos y el Reino Unido, aunque para el resto de Europa la recuperación ha sido menos clara. Las medidas contracíclicas de política fiscal anunciadas a finales de 2008 y comienzos de 2009, cuyos efectos aún no se han manifestado, podrían empezar a impulsar la economía durante el segundo semestre de este año, lo que debería sostener el optimismo que se percibe en algunas encuestas realizadas tanto a hogares como a

Gráfico 4

Índices de confianza del consumidor en Europa y los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

empresas (Gráfico 4). En el resaltado se analiza el comportamiento conjunto de las principales series de confianza y expectativas de los Estados Unidos (véase página 21).

- *Inventarios.* Otro indicador líder frente al ciclo económico es el comportamiento de los inventarios privados. Cuando se desencadena una recesión inesperada, las empresas tienden a acumular inventarios. Posteriormente, la empresa reduce su producción, con la doble finalidad de ajustarse a la menor demanda del producto y de

compensar la acumulación no deseada de inventarios que se produjo al comienzo de la recesión¹⁵.

Durante el segundo semestre de 2008 las firmas en países desarrollados acumularon grandes niveles de inventarios y sólo a partir de este año han podido comenzar a deshacerse de los mismos, generando una contracción importante en el PIB del primer trimestre. El Gráfico 5 muestra que, para el caso de los Estados Unidos, en la medida en que las nuevas órdenes se han incrementado, el bajo nivel de inventarios actual podría incentivar a las firmas a aumentar su producción durante el segundo semestre del año. Con muy pocas excepciones, situaciones como ésta han marcado el inicio de la fase de recuperación en anteriores recesiones.

A pesar de las mejoras mencionadas en varios de los indicadores líderes y de las condiciones de estabilización económica, generadas por el restablecimiento de los mercados financieros en el resto del año, sólo hasta que los desbalances macroestructurales se ajusten en estas economías, las dinámicas del producto seguirán débiles y la incertidumbre sobre el inicio de la fase de recuperación del ciclo económico continuará muy elevada.

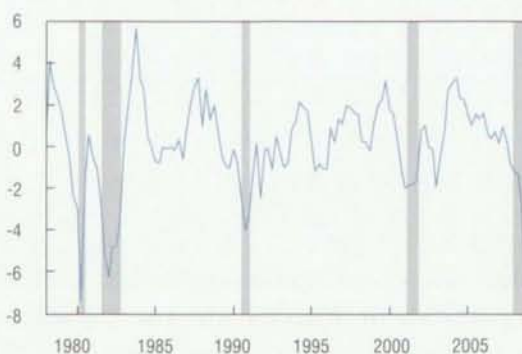
¹⁵ «Una contracción inesperada en la demanda se absorbe con una caída de la producción y un incremento en los inventarios. Como las empresas normalmente quieren mantener un nivel dado de inventarios en relación con el producto, la firma ajustará su producción después de un choque inesperado en respuesta a los incrementos o decrementos no deseados en los inventarios [...]» (Metzler, 1941).

EXPECTATIVAS, CONFIANZA Y DINÁMICA DEL PRODUCTO EN LOS ESTADOS UNIDOS

En un reciente documento Bernal y Romero (2009)¹ analizan el comportamiento de las once principales series de confianza y expectativas empleadas en los Estados Unidos, con el fin de estudiar si su comportamiento conjunto es un indicador líder del crecimiento del PIB de dicho país. Para resumir dicha información emplean la metodología estadística de componentes principales y encuentran que, de manera conjunta, estos indicadores presentan una alta correlación contemporánea con el PIB observado y con los ciclos económicos reportados por la National Bureau of Economic Research (NBER)². Cabe aclarar que la publicación de tales indicadores se realiza hasta con tres meses de antelación a la divulgación del crecimiento económico, lo que permite tener indicios sobre su dinámica de manera anticipada.

En el Gráfico A se muestra el indicador de componentes principales³ calculado por los autores frente a los ciclos económicos reportados por la NBER (áreas sombreadas). Empleando dicha metodología los autores argumentan que, en promedio, los niveles actuales de expectativas y confianza en la economía estadounidense serían similares a los de la recesión experimentada a comienzos de los años ochenta. A partir de este análisis se

Gráfico A
Comportamiento conjunto de los indicadores de confianza y expectativas en los Estados Unidos, empleando la metodología de componentes principales



Nota: las áreas sombreadas corresponden a los períodos de recesión económica en los Estados Unidos establecidos por el NBER.

Fuente: NBER; cálculos de Bernal y Romero (2009).

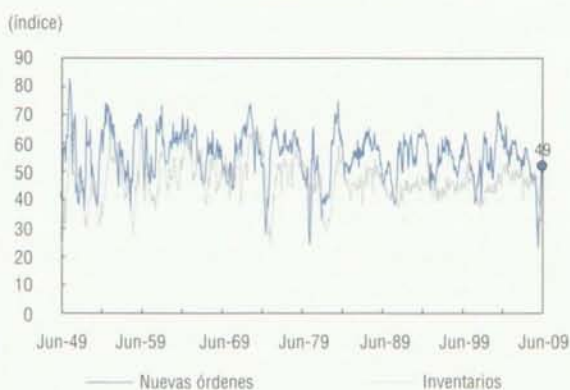
¹ Bernal, Ricardo; Romero, José V. «Down is the New Up: Confidence and Expectation Indicators over the US Business Cycle (mimeo), Banco de la República, 2009.

² Agencia independiente de investigación económica encargada de determinar los ciclos de la actividad productiva estadounidense.

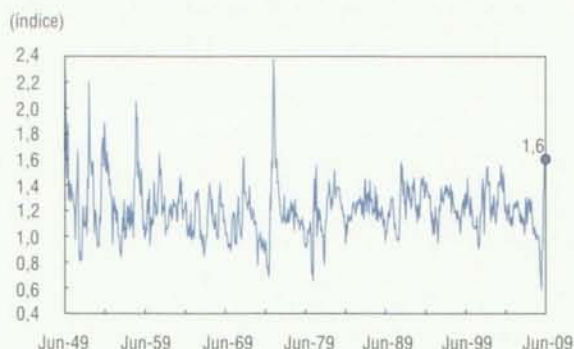
³ El análisis de componentes principales es una técnica estadística que permite modelar la estructura de varianza de un conjunto amplio de variables y, por tanto, resumir el movimiento común de distintas series en unas pocas combinaciones o componentes.

encuentra que los indicadores de empleo manufacturero, clima de los negocios y el índice general de manufacturas (PMI, por su sigla en inglés) son los que tienen más ponderación en la construcción del indicador de componentes principales. Además, este estudio lleva a plantear la hipótesis de que el comportamiento conjunto de los indicadores de confianza y expectativas puede mostrar cambios en las sendas de crecimiento presentes (las cuales son reportadas con rezago), llevando a que el crecimiento de la economía de los Estados Unidos en el segundo trimestre caiga menos que en los anteriores trimestres y deje de hacerlo en el segundo semestre del año.

Gráfico 5
Acumulación de inventarios
en los Estados Unidos
A. Industria manufacturera
en los Estados Unidos ^a



B. Nuevas órdenes/inventarios
en los Estados Unidos



a/ Con base en el índice de sentimiento empresarial del ISM.

Fuentes: Bloomberg y el Institute for Supply Management (ISM); cálculos del Banco de la República.

Como muestra de ello, los datos de actividad real observados a abril y mayo en los países desarrollados continúan registrando cifras negativas y aún no muestran indicios claros de cambio en su comportamiento. Uno de los casos más relevantes es el de la producción industrial que, para el mes de junio en el caso estadounidense y para el mes de mayo en el caso europeo, continuó con caídas históricamente elevadas (Gráfico 6).

La contracción en el sector industrial, junto con el descenso en varias ramas del sector de servicios, especialmente la financiera, sigue provocando las masivas destrucciones de empleo en los países industrializados. El efecto acumulado del enorme retroceso de la demanda laboral ha hecho que las tasas de desempleo se incrementen a gran velocidad y alcancen niveles no vistos desde la recesión de

1982 para el caso estadounidense (Gráfico 7)¹⁶.

Finalmente, el sector exportador, motor de la actividad económica en varios países europeos y en Japón, aún no muestra señales de recuperación (Gráfico 8). Según el reporte más reciente del FMI (WEO, 2009), el comercio mundial se debilitó en los últimos trimestres a unos niveles sin precedentes desde la posguerra, donde los principales deterioros comerciales se han evidenciado en las economías industrializadas.

Todos estos factores relacionados con el debilitamiento de la demanda agregada y los menores precios de bienes energéticos y agrícolas siguen permitiendo el descenso de la inflación, situación más marcada en el caso estadounidense (Gráfico 9). Esto ha permitido mantener una política monetaria muy holgada sin generar presiones inflacionarias en el corto plazo.

B. Las economías emergentes y los efectos de la crisis internacional

La crisis en países desarrollados repercutió fuertemente sobre la actividad real de las economías emergentes (véase resaltado de la página 25). Después de varios años de auge económico, el PIB en la mayoría

Gráfico 6
Producción industrial en economías desarrolladas
A. Estados Unidos



B. Zona del euro

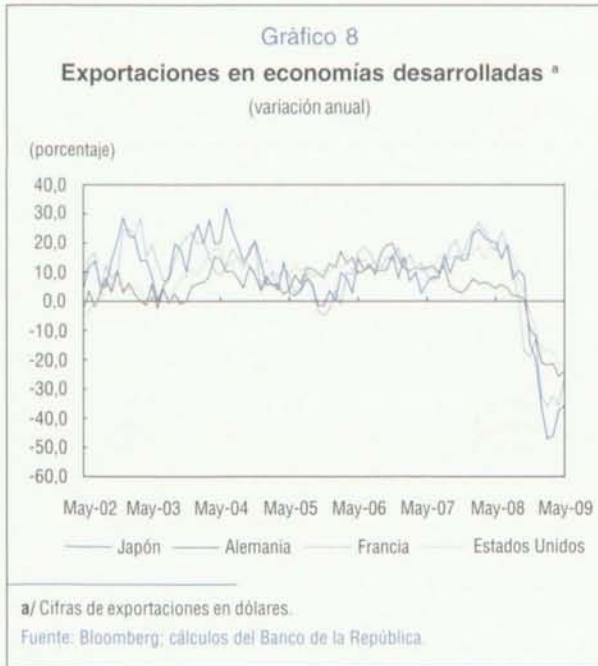
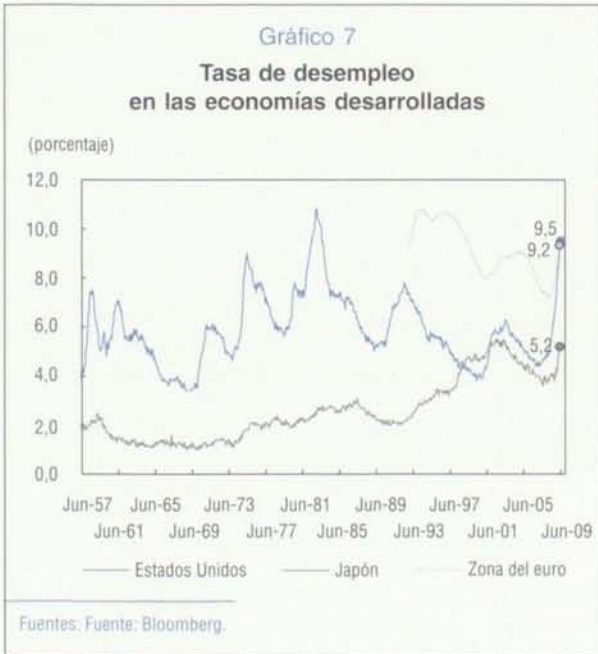


C. Japón



Fuentes: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

¹⁶ Para el caso europeo el incremento ha sido más moderado, posiblemente por la menor flexibilidad de su mercado laboral frente al estadounidense.



de estas economías se contrajo en el último trimestre de 2008 y en el primero de 2009 (Gráfico 10). Los impactos más fuertes se han sentido en la región de Europa del Este donde, como se mencionó, sus desequilibrios económicos la hicieron especialmente sensible a la retracción de flujos externos. En la región asiática y América Latina los impactos de la crisis han sido más indirectos, dadas las políticas macroprudenciales que se desarrollaron posteriores a la crisis de finales de los años noventa y a la salud de sus sistemas financieros. En Asia emergente los principales canales de transmisión se relacionan con la fuerte exposición de sus economías al comercio internacional. La mayoría de países de América Latina se han visto afectados por los menores precios internacionales de los productos básicos, por la caída en las remesas de trabajadores y por la menor demanda externa de los productos de exportación. En este último caso, las secuelas más fuertes de la crisis se han sentido en México, dados sus estrechos vínculos comerciales y financieros con los Estados Unidos.

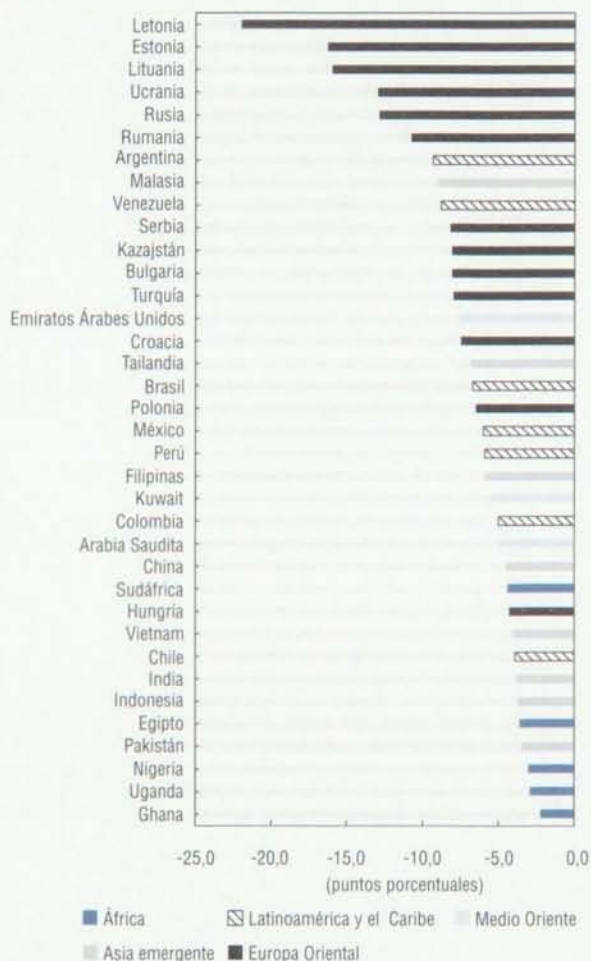
En general, la crisis económica de los países desarrollados se ha transmitido con fuerza sobre los emergentes, mediante tres canales: el real, el de la confianza y el financiero. Por medio del primero, la contracción económica en países desarrollados afectó las exportaciones de países emergentes vía precios, particularmente de las materias primas, y vía cantidades, dada

IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE DIFERENTES REGIONES DE PAÍSES EMERGENTES

Aunque varios de los efectos de la crisis han sido comunes entre países emergentes, es difícil poder determinar el impacto económico sobre cada uno de ellos¹. El Gráfico A muestra la diferencia entre el crecimiento proyectado para 2009 por el FMI y el promedio observado entre 2007-2008, como una aproximación del tamaño de la desaceleración que se espera en las economías emergentes. Para los países africanos con menor integración internacional financiera y comercial se proyecta una menor desaceleración en su crecimiento económico, seguidos por los países latinoamericanos y asiáticos². Los de mayor caída esperada del PIB serían los de Europa del Este.

Así mismo, en el panel 1 del Gráfico B se observa

Gráfico A
Diferencia entre el crecimiento proyectado para 2009 por el FMI y el promedio de crecimiento en 2007 y 2008



Fuente: FMI y cálculos del Banco de la República.

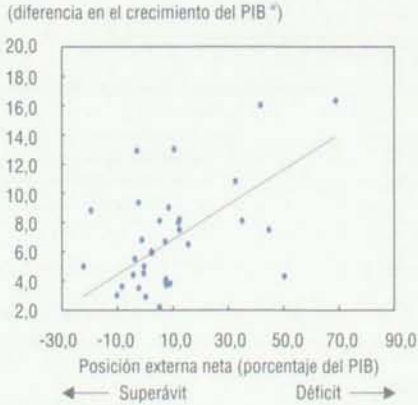
¹ Algunos trabajos recientes han mencionado que, dado que la transmisión se ha generado vía las estrechas relaciones comerciales y financieras entre economías desarrolladas y en desarrollo, entre más integrados comercialmente y más profundos han sido los sistemas financieros mayor ha sido el impacto de la crisis actual en cada país.

² Los países de Latinoamérica que más se han visto afectados han sido Venezuela y Argentina, los cuales han implementado en los últimos años políticas diferentes a las del resto de la región.

Gráfico B

Diferencia entre el crecimiento proyectado para 2009 por el FMI y el promedio de crecimiento en 2007 y 2008 frente a distintos indicadores macro

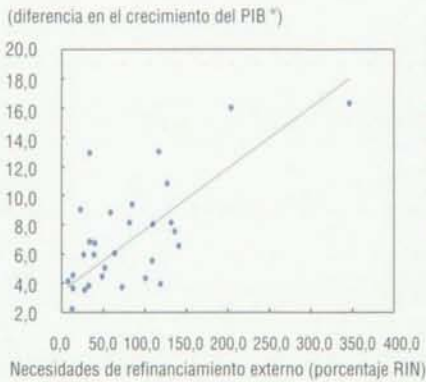
1. Posición externa neta reportada por el BIS



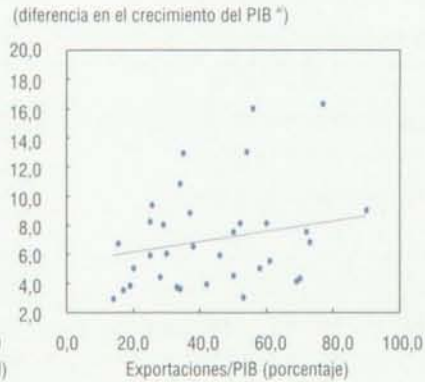
2. Crecimiento real del crédito interno en los últimos años



3. Necesidades de refinanciamiento de deuda externa



4. Grado de apertura económica



a/ Proyectado por el FMI.

Fuente: FMI; cálculos del Banco de la República.

que países con una posición externa neta más deficitaria (como porcentaje del PIB) podrían tener una desaceleración más fuerte en 2009 (según estimaciones del FMI). Algo similar, aunque menos marcado, sucede con países con mayor apertura externa (medida como exportaciones/PIB, panel 4 del mismo gráfico).

En el Gráfico A y en los paneles 2 y 3 del Gráfico B se observa que el impacto más fuerte de esta crisis podría estar determinado por características particulares de cada economía, las

cuales están relacionadas principalmente con desequilibrios macroeconómicos. Los menores flujos financieros internacionales han revelado gran parte de las vulnerabilidades macro de varios países desarrollados y emergentes, reflejados en fuertes déficits comerciales y fiscales.

De esta manera, los grandes afectados por la crisis internacional han sido los países con mayores vulnerabilidades macroeconómicas: por un lado, los gestores de la crisis, cuyos desequilibrios fueron los principales responsables del surgimiento de las burbujas en los mercados financieros y de finca raíz; por otro, aquellos que aunque no participaron en la formación de la crisis, sus desequilibrios económicos los hicieron especialmente sensibles a la contracción de flujos a nivel internacional. El resto de economías en desarrollo que venían presentando un saneamiento fiscal, de cuenta corriente y en su sistema financiero se han visto fuertemente golpeadas por la crisis, pero sus efectos no son comparables con los de otros momentos de estrés internacional, particularmente los de la crisis de finales de los años noventa. Así mismo, serían economías que podrían recuperarse más rápido, ya que tienen espacio para realizar políticas contracíclicas, aunque sus monedas no sean fuertes en el contexto internacional.

TRANSMISIÓN DE TASAS DE INTERÉS EN AMÉRICA LATINA

A partir de diciembre de 2008 los bancos centrales de Latinoamérica han venido recortando sus tasas de referencia ante un escenario de fuerte desaceleración económica con menores presiones inflacionarias. Su transmisión a las tasas activas¹ ha sido heterogénea, tanto por tipo de crédito como por país².

El efecto sobre las tasas activas comerciales ha sido el más notable y el que ha respondido con mayor fuerza al estímulo monetario en la mayoría de los países, con excepción de Perú³. Por su parte, la transmisión a la tasa de interés de consumo, incluyendo tarjeta de

¹ Las tasas referentes a todos los países están expresadas en porcentaje efectivo anual, base 360 días y 365 días para Colombia.

² Al respecto véase Jeanneau y Tovar, «Los mercados de títulos locales y la política monetaria en América Latina: presentación e implicaciones», BIS, documento de trabajo, núm. 36.

³ A pesar de esto, Perú presenta en la cartera de crédito comercial el mayor dinamismo de la región. Véase el resultado «Dinámicas de crédito en Latinoamérica», del *Informe sobre Inflación*, p. 46, de marzo de 2009, Banco de la República.

crédito, ha sido mixta (Cuadro A). Así, mientras que en México⁴ y Colombia dicha transmisión ha sido lenta, especialmente en el primero (donde existen mayores riesgos debido al fuerte deterioro del empleo y la capacidad adquisitiva de los hogares), en Perú y Chile la respuesta de dicha tasa ha sido más marcada. Cabe resaltar que en estos países los niveles

Cuadro A
Porcentaje de respuesta de las tasas activas a la tasa repo

	Consumo	Comercial	Hipotecaria
Colombia	57,49	114,06	75,77
Perú	63,39	30,57	(5,93)
Chile	179,34	84,25	15,84
México	19,63	102,21	0,75

Fuentes: bancos centrales y Bloomberg.

Cuadro B
Respuesta de la tasa actual a la tasa repo ^{a/}

	Fecha del valor máximo alcanzado antes de empezar a caer y la del último período analizado	Tasa repo	Consumo	Comercial	Hipotecaria
Colombia	19-Dic-2008	10,00	26,57	16,64	16,85
	03-Jul-2009	4,50	23,41	10,37	12,68
Perú	Ene-2009	6,50	32,68	10,77	9,88
	07-Jul-2009	3,00	30,46	9,70	10,09
Chile	07-Ene-2009	8,25	36,77	16,43	5,78
	07-Jul-2009	0,88	23,55	10,21	4,61
México	01-Dic-2008	8,25	43,87	12,13	12,80
	May-09 (comercial a junio)	5,59	43,35	9,41	12,78

a/ Es calculado como el cambio en la tasa de interés activa sobre el cambio en la tasa repo. Se toma en cuenta el valor máximo alcanzado por la tasa repo antes de caer hasta el último período analizado.

Notas: La tasa hipotecaria de Chile es real, es decir, puntos porcentuales adicionales a la UF (unidad de fomento).

El dato para Colombia es a partir de la tasa de construcción diferente a VIS. Para la adquisición el resultado fue de 44,01%.

Los resultados de Chile se obtienen de los créditos otorgados a más de un año de plazo.

En Colombia y Chile las tasas activas son de periodicidad semanal, por lo cual la tasa repo es el promedio de los datos diarios de la semana. Para Chile se usó el promedio móvil de cuatro semanas.

Las tasas activas usadas en Perú y México son de periodicidad mensual, por lo cual la tasa repo es el promedio de los datos diarios del mes.

Fuentes: bancos centrales y Bloomberg.

⁴ A partir de diciembre de 2004 el Banco de México empezó a publicar tasas de interés activas de créditos a la vivienda y una tasa de interés promedio de los créditos otorgados mediante tarjeta de crédito, la cual fue usada en este ejercicio. Dado que no se publica una tasa cobrada a las empresas, se usó como aproximación una tasa de interés de corto plazo del mercado de deuda de valores emitidos por empresas.

de las tasas de consumo (en términos nominales) han sido más altos que en Colombia (Cuadro B).

Las tasas de interés hipotecarias presentan mayor rigidez a la flexibilización monetaria, principalmente en México y Perú. Para Colombia la tasa hipotecaria presenta una mayor respuesta a la tasa de política, comparada con los demás países de América Latina. Algunos factores que pueden explicar el diverso comportamiento de la región son efectos de indexación (UVR en Colombia y unidades de fomento en Chile) y mayor influencia de las tasas de interés de largo plazo frente a la de la tasa de referencia (Gráfico A).

Gráfico A
Tasas de interés nominales ^{a/}



a/ En el caso de Chile las tasas hipotecarias son reales.

b/ Diferente a vivienda de interés social.

Fuentes: bancos centrales y Bloomberg.

Gráfico 9
Inflación total
en las economías desarrolladas
 (variación anual)



Fuente: Bloomberg.

la menor demanda por exportaciones. Adicionalmente, la disminución del crédito a nivel global, que se había convertido en uno de los pilares fundamentales para las transacciones internacionales, agudizó la reducción en el comercio mundial en niveles sin precedentes desde la postguerra (Gráfico 11).

Por su parte, el sector del comercio internacional, que se vio altamente afectado por la crisis y por el endurecimiento del financiamiento externo, fue el de origen industrial (Escaith y Gonguet, 2009). En el caso de América Latina

las exportaciones manufactureras de México se han visto muy golpeadas, aunque el sector de peor comportamiento ha sido el de automóviles, cuyos vínculos con la industria estadounidense son muy elevados. Para el resto de economías de la región la participación de las manufacturas en el total de exportaciones no tiene las dimensiones de otros países emergentes (Asia y Europa del Este) y las dinámicas del sector exportador responden principalmente al desempeño de los precios internacionales de las materias primas.

Otro canal de importancia que afectó la actividad real y financiera en economías emergentes ha sido el de la pérdida de la confianza e incertidumbre en hogares y firmas. Ello ha disminuido la inversión (externa e interna) y el consumo. Para las economías de América Latina el impacto más fuerte en la confianza lo ha recibido México, aunque las dinámicas del resto de países han sido muy similares (Gráfico 12). Así mismo, el comportamiento de las remesas y el turismo se ha desacelerado fuertemente, los cuales son componentes importantes de la demanda para varios países de la región.

El tercer canal de transmisión de la crisis ha sido el financiero, en particular, la reducción del financiamiento externo. Esto ha generado condiciones de crédito más estrechas para los países emergentes, donde el sector corporativo se ha visto particularmente afectado¹⁷. La inversión extranjera directa también ha disminuido en las economías de la región.

¹⁷ A diferencia de otras crisis, según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), en esta ocasión el sector privado parece haber sido el más expuesto a la volatilidad del tipo de cambio en muchos países y ha sido el que más problemas de financiación externa ha presentado.

Aunque el sector financiero de la mayoría de economías emergentes no estaba expuesto a activos tóxicos, el estrés y los problemas de los mercados interbancarios internacionales generaron una mayor aversión al riesgo global, incrementando las primas de riesgo e impactando las tasas de cambio¹⁸ y los mercados de rentas fija y variable en cada economía. En el caso de varios países de Latinoamérica, entre ellos Colombia, en el segundo trimestre dicha situación se revirtió: las acciones volvieron a subir, las primas de riesgo disminuyeron y las monedas volvieron a apreciarse (Gráfico 13)¹⁹.

Pese a las mayores primas de riesgo y a la existencia de fuertes restricciones de crédito, los gobiernos de la región han podido cubrir sus necesidades de financiamiento²⁰. En

¹⁸ Junto con las presiones cambiarias y el deterioro accionario, la volatilidad en los principales activos de la región se ha afectado con el desarrollo de la crisis internacional. Frente al resto de emergentes, llama la atención que en América Latina el comportamiento de las tasas de cambio haya sido más volátil.

¹⁹ Los mercados bursátiles se desplomaron en el cuarto trimestre del año pasado, siendo la región de Europa del Este la más afectada por sus vulnerabilidades macroeconómicas. América Latina presentó las desvalorizaciones más fuertes en el mercado cambiario, en parte, por sus menores intervenciones comparadas con el resto de países.

²⁰ En los primeros meses de 2009 se realizaron varias emisiones externas por parte de unos pocos países de la región con una buena calificación crediticia. Tal es el caso de Brasil, Colombia, México y Perú, que lograron obtener créditos en los mercados internacionales a tasas de interés manejables.

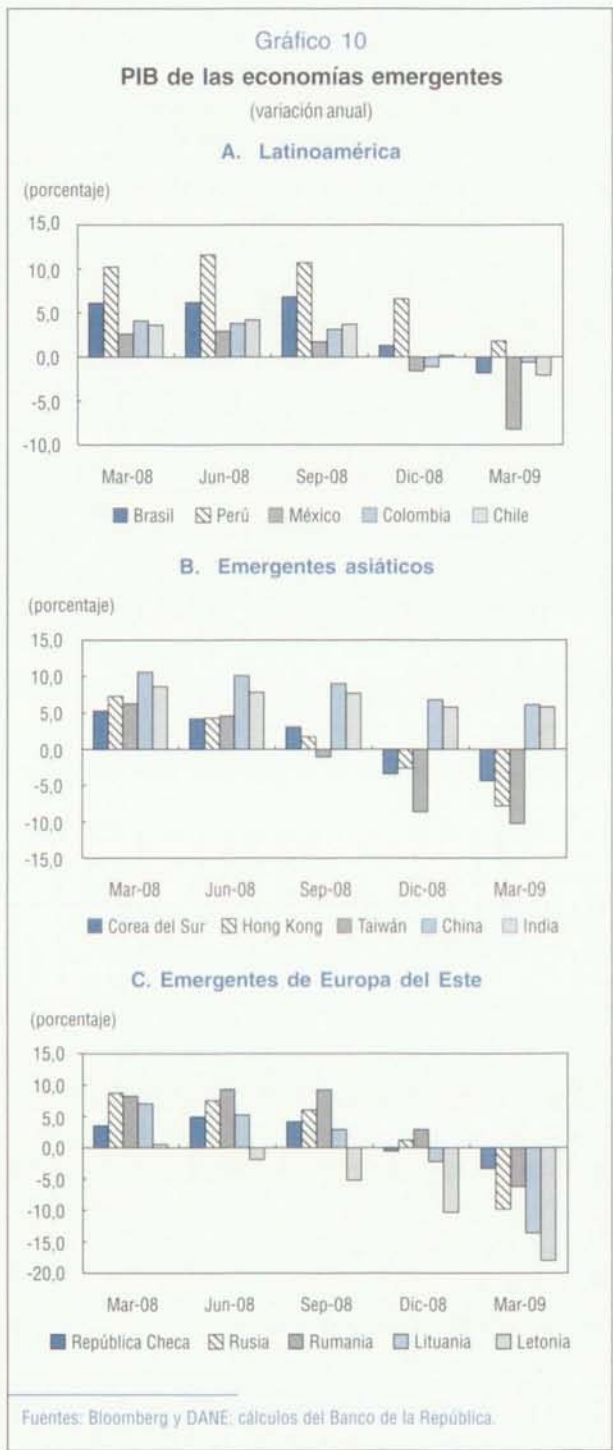
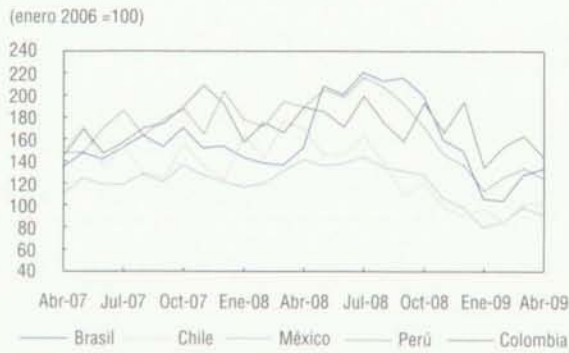


Gráfico 11
Exportaciones en dólares
de países en desarrollo

A. Índice de exportaciones totales
de las economías asiáticas

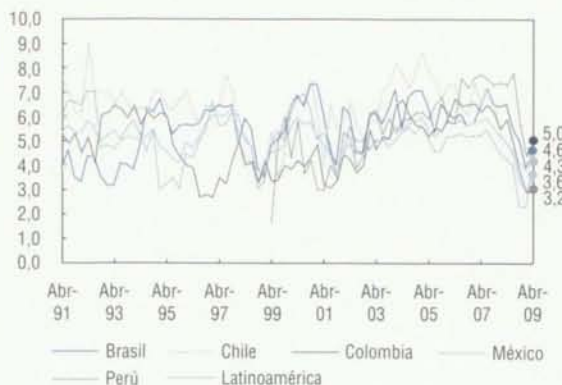


B. Índice de exportaciones totales
de Latinoamérica



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

Gráfico 12
Índice del clima económico



Fuente: IFO, Database.

algunos casos se ha observado que las emisiones externas han sido sustituidas por emisiones de bonos locales, así como por créditos provenientes de bancos extranjeros y de instituciones multilaterales²¹.

C. Perspectivas para
2010

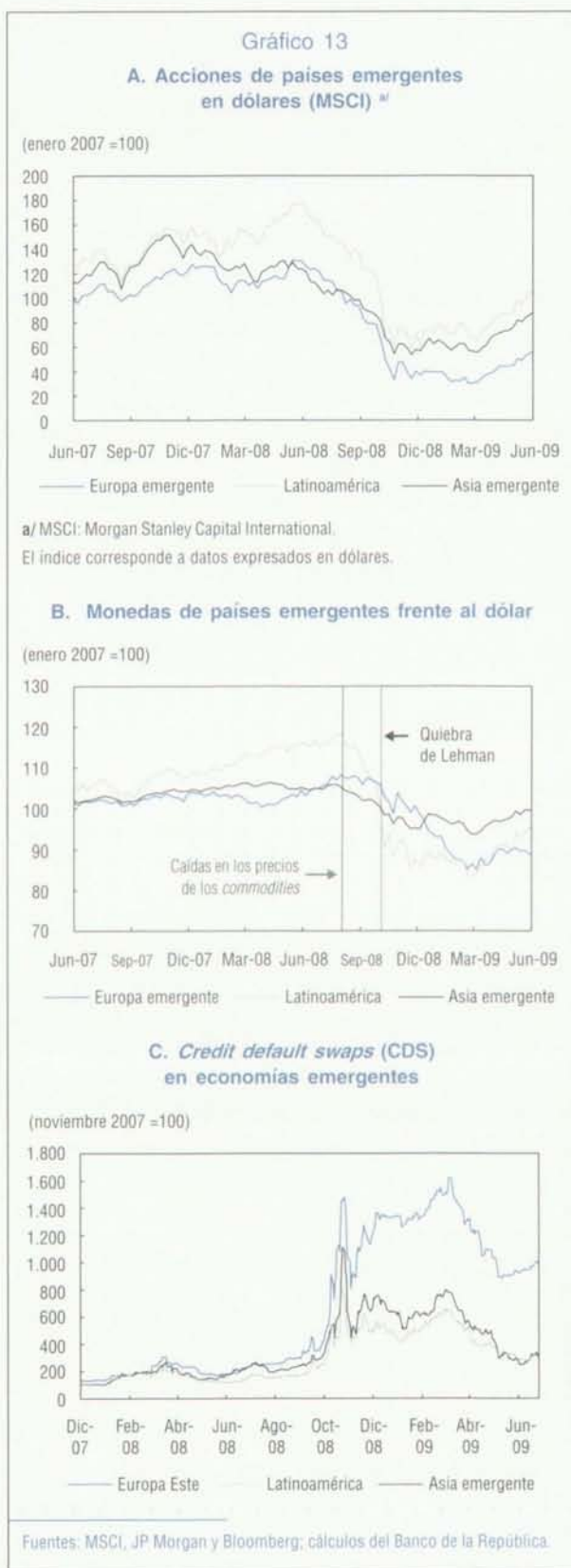
Desde mediados del siglo pasado se han generado dos clases de recuperaciones en países industrializados. Entre la década de los cincuenta y la de los ochenta dichas dinámicas de recuperación presentaron altos crecimientos del producto y rápidamente se alcanzaron los niveles de PIB de precrisis. En esos períodos las políticas fiscales y monetarias desempeñaron un papel muy importante. A partir de los años ochenta las recesiones económicas han presentado recuperaciones más lentas y las causas han podido estar asociadas con factores estructurales de las economías, como lo pudo ser la debilidad de la estructura financiera en los años noventa, entre otras razones (Kohn, 2009).

²¹ El informe del Banco de Pagos Internacionales (BIS, *Quarterly Review*, junio de 2009) para la región muestra que aunque el sector corporativo ha tenido dificultades de financiamiento en países emergentes, economías como la chilena y la colombiana han presentado procesos exitosos de emisión en el mercado local.

En la recuperación actual se presentan importantes desequilibrios macroeconómicos que podrían obstaculizar la recuperación de las economías industrializadas. De igual forma, algunos de los factores principales que generaron la crisis aún se mantienen presentes: debilidad del sector hipotecario y falta de confianza sobre la solidez financiera en economías desarrolladas. En este último aspecto, las primas de riesgo que aún continúan elevadas frente a los niveles precrisis y la falta de confianza de los inversionistas sobre importantes instituciones financieras podrían hacer que las condiciones de crédito sigan apretadas, afectando las dinámicas del gasto y la inversión.

Por otro lado, uno de los motores de recuperación económica después de recesiones tanto en países industrializados como emergentes ha sido el sector exportador. Éste había contribuido de manera importante al crecimiento económico estadounidense, europeo y nipón en los últimos años. Sin embargo, la naturaleza global de la actual crisis económica podría impedir que este sector cumpla un papel importante dentro de los factores de recuperación en estas economías.

De esta manera, las perspectivas de recuperación económica para el G7, recaerían



principalmente en el papel que los Gobiernos puedan desempeñar mediante políticas contracíclicas en materia monetaria y fiscal. En el anterior *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* se enumeraron los proyectos públicos más importantes que se realizarán en 2009 y 2010 en países desarrollados. Hasta ahora, su ejecución aún no se ha evidenciado, pero el mercado espera que se desarrolle en el segundo semestre de 2009 y en el primero de 2010. Adicional a la eficacia de dichas prácticas, factores como la propensión al ahorro de los hogares y la respuesta del sector privado a las inyecciones fiscales van a determinar el alcance que tengan dichas políticas en el producto de los próximos trimestres.

Existe una gran variedad de posibles escenarios para el PIB de los próximos años (Cuadro 1). Paul Krugman, quien ganó el Nobel de economía en 2008, afirmó recientemente que los mercados consideran una recuperación de la economía que se asemejaría a la forma de la letra V, en la que la economía cae por poco tiempo y se recupera a los niveles precrisis rápidamente. El grueso de economistas, por su parte, cree que la recuperación sería similar a la forma de la letra U, en donde la economía cae por más tiempo y se recupera más lentamente (Banco Santander, 2009). Finalmente, algunos hablan de una recuperación en forma de la letra L, en la cual la recuperación se demora mucho más^{22, 23}.

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento económico para los Estados Unidos
(porcentaje)

Analistas	Proyecciones para:	
	2009 (Julio 2009)	2010 (Julio 2009)
iwissRe	(2,8)	1,8
Merrill Lynch	(2,1)	2,6
P Morgan	(2,4)	2,8
JBS	(2,5)	2,2
SBC	(1,9)	1,9
Goldman Sachs	(2,9)	1,2
Crédit Suisse	(2,5)	2,5
UBVA	(2,0)	1,1
Barclays	(2,4)	2,8
Morgan Stanley	(2,6)	2,2
IGE	(3,5)	1,0
Promedio	(2,5)	2,0
Promedio Bloomberg	(2,5)	2,0
MI	(2,6)	0,8
JPI	(2,5)	1,2

Fuentes: Bloomberg, FMI y Banco de la República.

²² Este es el caso del profesor Roubini y su equipo de trabajo RGE.

²³ Uno de los principales debates actuales es la sostenibilidad fiscal de largo plazo de las economías industrializadas. La pregunta clave que se hace el mercado es la forma de pago de las enormes

En cuanto a los países emergentes las expectativas de los analistas son más optimistas sobre su estabilización y recuperación económica en el mediano plazo, aunque con gran dependencia de la evolución de las economías desarrolladas. En la última actualización del informe sobre el panorama económico mundial del FMI (*WEO Update*, julio 8 de 2009) se espera que la zona emergente recupere la dinámica de crecimiento en el segundo semestre de este año, con diferencias entre países. Las economías con mayor mercado interno, con sistemas financieros más sanos y con mayor posibilidad de ejercer políticas contracíclicas serán las que más rápido se recuperarían de este episodio sin precedentes en la historia reciente.

Los países de Asia emergente se verían favorecidos por la buena dinámica de recuperación que han presentado China e India en los últimos meses, relacionada con los grandes estímulos macroeconómicos del gobierno y la normalización en los flujos de capitales a la zona. Para América Latina los pronósticos de crecimiento económico para 2009 se han venido reduciendo en los últimos meses. No obstante, la región sigue presentando una de las mejores respuestas frente a la crisis, y las perspectivas para 2010 son positivas, en línea con la recuperación de los precios de los bienes básicos a nivel internacional. Finalmente, para la zona de Europa del Este, aunque las perspectivas difieren apreciablemente entre países, las proyecciones muestran caídas sustanciales del producto para 2009 y un crecimiento muy lento para 2010.

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS, IMPACTO DE LA CRISIS INTERNACIONAL Y PERSPECTIVAS

A. Actividad económica

La crisis económica global golpeó a la economía colombiana en un momento en el cual la actividad económica ya venía desacelerándose, luego de cuatro años de rápido crecimiento. Este comportamiento obedecía a los efectos de la política monetaria restrictiva; el impacto de los altos precios de los productos básicos sobre los costos de las empresas y el ingreso de los hogares; y a las restricciones impuestas por algunos socios comerciales.

inyecciones fiscales que han realizado estas economías. Existen varias alternativas: adoptar medidas contracíclicas que desencadenen ciclos virtuosos, que dinamicen la actividad económica, y que, vía recolección tributaria, equilibren el hueco fiscal; mantener el financiamiento «indefinido» hasta que el mercado se recupere y pueda por sí solo llevar a la economía hacia su crecimiento de largo plazo; reducir el valor de la deuda vía incrementos en la inflación, aspecto que en la medida de ser anticipado por el mercado generaría fuertes ventas de títulos de deuda pública que podrían terminar contrarrestando parcial o totalmente la ganancia vía precios y, finalmente, el no pago de la deuda, que conllevaría repercusiones inimaginables para los mercados.

De esta forma, la crisis de la economía internacional ha acentuado el debilitamiento de la actividad económica en Colombia, principalmente mediante la pérdida de confianza de consumidores y empresarios, y de la disminución en el precio de las exportaciones. El efecto de la menor confianza se manifestó en una pérdida de dinamismo del consumo y de la inversión del sector privado. Por su parte, el menor valor de las exportaciones, aunado a las menores remesas de trabajadores, redujo el ingreso disponible de la economía, afectando con ello la demanda interna.

A diferencia de estos canales reales, los efectos de la crisis externa sobre los flujos financieros han sido moderados. La inversión extranjera directa decreció frente a su pico histórico alcanzado en 2008, pero aún permanece en un nivel elevado, especialmente la que se dirige al sector de minería y petróleo. De otra parte, los elevados flujos de recursos externos recibidos por el Gobierno nacional y Ecopetrol han compensado la caída de flujos al sector privado, de tal forma que en conjunto se espera que la cuenta corriente permanezca en 2009 en un nivel estable alrededor de 3% del PIB.

Así, a diferencia de crisis anteriores, la actual no ha significado una contracción importante del financiamiento externo. De otra parte, las medidas macroprudenciales adoptadas entre 2006 y 2008 contuvieron un excesivo crecimiento del crédito y evitaron descalces en monedas y plazos en las hojas de balance de los bancos, firmas y hogares. Esto ha permitido que el sistema financiero y el canal de crédito hayan continuado operando, aun en medio de la severa recesión global. Tanto los préstamos como los depósitos en el sistema financiero han mantenido tasas de crecimiento superiores a la del PIB nominal, con un ajuste un poco más acentuado en el caso del crédito de consumo.

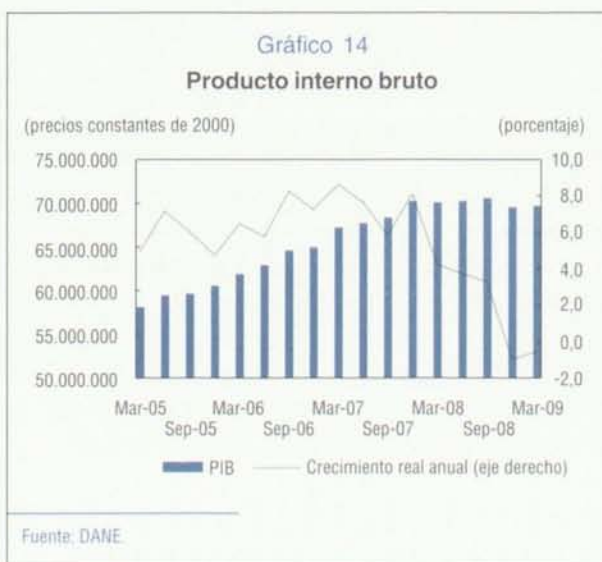
Teniendo en cuenta el rápido y significativo cambio en la postura de la política monetaria, aunado a una política fiscal moderadamente contracíclica anunciada por el Gobierno nacional, en un contexto de acceso al financiamiento externo y la operación del canal de crédito interno, se proyecta que durante 2009 la economía colombiana tendría un crecimiento cercano a 0%, y que en 2010 alcance uno de 2,5%. Desde luego, esto está sujeto a una paulatina mejoría de las condiciones internacionales a partir del segundo semestre de 2009, tal como la mayoría de los analistas económicos actualmente lo prevén.

1. Actividad económica en 2009

De acuerdo con el DANE, el PIB en el primer trimestre de 2009 cayó 0,6% comparado con el mismo período de 2008 (Gráfico 14). Aunque se completaron dos trimestres consecutivos con variaciones anuales negativas, el PIB del primer trimestre de 2009 resultó ligeramente mayor (en 0,2%) que el

del trimestre anterior. El crecimiento anual del PIB colombiano durante el primer trimestre fue mejor que el de varios países de la región, como por ejemplo, en México, donde la caída anual fue de 8,2%, Chile de 2,1% y en Brasil de 1,8%.

Cuando se desagrega el PIB por tipo de gasto (Cuadro 2), la contracción del primer trimestre de este año se concentró en la demanda interna, la cual cayó 0,5%, contribuyendo con la totalidad de la variación del PIB. La demanda externa neta, definida como la diferencia entre exportaciones e importaciones (en pesos constantes) decreció 0,4%, pero no contribuyó mayormente a la variación del PIB por su pequeña magnitud. Como se anotará, este decrecimiento fue el resultado de una contracción de las exportaciones que fue compensada, en términos contables, por una caída equivalente de las importaciones. Así las cosas,



Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2008				2009	Contribución
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	
Demanda privada	7,0	6,3	4,3	2,8	(2,0)	(1,7)
Consumo de los hogares	4,3	2,8	1,5	0,5	(0,5)	(0,3)
FBCF privada	9,1	16,1	7,7	(1,1)	(6,3)	(1,1)
Existencias	63,6	32,1	43,3	114,6	(8,3)	(0,3)
Demanda pública	(2,8)	(2,4)	5,3	(5,0)	5,0	1,1
Consumo del Gobierno	1,4	2,4	1,6	(0,0)	0,2	0,0
FBCF pública (obras civiles)	(14,9)	(14,8)	18,0	(17,8)	21,2	1,1
Demanda final interna	4,8	4,3	4,5	1,0	(0,5)	(0,6)
Demanda externa neta	10,6	10,0	16,3	21,9	(0,4)	0,0
Exportaciones	14,6	8,8	3,1	2,4	(0,5)	(0,1)
Importaciones	13,1	9,3	8,0	9,0	(0,5)	0,1
PIB	4,2	3,7	3,3	(1,0)	(0,6)	(0,6)

Fuente: Banco de la República.

los efectos de la crisis externa no se han limitado solamente a la demanda externa sino que también han afectado a la demanda interna por medio de los canales mencionados (por ejemplo la confianza).

Aunque el DANE no ofrece cifras trimestrales de la demanda pública total, es posible efectuar una estimación aproximada de ella sumando el consumo público y la inversión en obras civiles. De acuerdo con dicha estimación fue la demanda pública la que aportó positivamente al crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 2009, expandiéndose a una tasa anual de 5%. El dinamismo de dicho gasto está asociado principalmente con la inversión en obras civiles (21,2%) y fue posible gracias a los mayores gastos en el dragado de ríos, zonas costeras y embalses y en las construcciones para la minería²⁴. Por su parte, en el primer trimestre de 2009 el consumo público creció ligeramente en términos anuales (0,2%), pero su nivel mostró un retroceso frente al del trimestre anterior.

La demanda interna generada por el sector privado cayó en el primer trimestre de 2009 2,0% en términos anuales. Junto con las exportaciones, es en este agregado donde se han sentido con mayor rigor los efectos de la crisis externa. El golpe más fuerte lo ha recibido la inversión privada (formación bruta de capital menos inversión en obras civiles), la cual se contrajo 6,7% en el primer trimestre en términos anuales cuando se incluye la variación de existencias. Este desempeño contrasta fuertemente con la expansión, a tasas superiores al 10%, que se registró en este agregado durante todos los trimestres de 2008. Sin embargo, cuando se excluyen los inventarios, las cifras del DANE muestran que la inversión privada ya se había resentido desde el cuarto trimestre del año pasado.

El retroceso de la inversión privada se explica principalmente por caídas significativas de la inversión en equipo de transporte (22,4% anual) y en construcción y edificaciones (14,8% anual). Esto puede estar asociado, en parte, con el deterioro de la confianza y las expectativas de los empresarios por cuenta de la crisis internacional y también con la caída en la rentabilidad de algunos sectores y con la menor demanda de transables. Sin embargo, también parecen existir factores de orden estadístico por una base de comparación muy alta en igual período del año anterior. Cabe mencionar que el nivel de la inversión en construcción de edificaciones no mostró un retroceso frente al del trimestre anterior, pese a su fuerte caída en términos anuales.

Por su parte, el consumo de los hogares se contrajo 0,5%, aunque lo hizo a un ritmo menor que el de la inversión. Su contribución es importante en la desaceleración del PIB, ya que éste representa el 66% del gasto. Esta demanda

²⁴ Cabe advertir que alguna parte de las inversiones en minería pudieron tener origen privado.

se había desacelerado progresivamente en 2008, pero sin mostrar crecimientos negativos. Al igual que con la inversión privada, el debilitamiento del consumo de los hogares está relacionado con el fuerte deterioro de la confianza de los consumidores desde el cuarto trimestre del año anterior, fenómeno que se ha presentado en la mayoría de las economías del mundo, tanto industrializadas como emergentes. En Colombia y en otras economías en desarrollo también juega algún papel el deterioro de las condiciones del mercado laboral y el descenso en el flujo de remesas, lo que habría reducido su contribución al ingreso disponible de los hogares.

Aunque una caída anual del consumo de los hogares no se registraba desde la crisis de finales de los años noventa, las magnitudes del retroceso actual distan significativamente de las de ese período²⁵. Además, cabe advertir que indicadores mensuales de confianza del consumidor muestran un repunte hacia finales del segundo trimestre y una marcada recuperación de sus expectativas a mediano plazo. Ello puede implicar un comportamiento más dinámico del consumo durante el segundo semestre del año.

En cuanto a la demanda externa neta, las cifras del primer trimestre de 2009 muestran una contracción anual de las exportaciones reales de 0,5%. El DANE realizó recientemente una revisión a la baja en los registros de exportaciones del cuarto trimestre de 2008 de un crecimiento anual de 6,3% a 2,4%, la cual confirma la desaceleración en este rubro desde el segundo semestre del año pasado, y corrige en parte la divergencia que mostraban los datos de comercio exterior de Colombia con respecto a los de la mayoría de países del mundo.

Así, a partir del cuarto trimestre del año pasado se evidencia un mayor impacto de los efectos de la crisis externa sobre Colombia y sus socios comerciales. Las ventas más afectadas por la crisis en lo corrido del año continuaron siendo las dirigidas a los Estados Unidos y corresponden a productos industriales principalmente²⁶, toda vez que las exportaciones de productos de origen minero continuaron aumentando en volumen.

Adicionalmente, durante el primer semestre del año las exportaciones colombianas en pesos reales siguieron afectadas por las restricciones impuestas por Venezuela (situación que se presenta desde el segundo semestre de 2008) y Ecuador (desde comienzos del presente año) al comercio exterior. Los productos más castigados por estas restricciones han sido los de origen manufacturero, especialmente los automóviles, cuyas ventas en el exterior se redujeron nuevamente en el primer semestre de este año frente al ya

²⁵ En 1999 el consumo de los hogares descendió a una tasa anual de 5,5%.

²⁶ Según lo sugieren las cifras en dólares de balanza de pagos.

bajo nivel presentado en igual período de 2008. Para el caso de Ecuador, las restricciones habrían sido más amplias, afectando también al sector agropecuario y al de confecciones.

Las importaciones totales reales según Cuentas Nacionales registraron también una contracción anual durante el primer trimestre del año de igual magnitud que la de las exportaciones. Pero, a diferencia de lo sucedido con las exportaciones, el debilitamiento de las importaciones no ha sido gradual, ya que en el segundo semestre de 2008 éstas todavía mostraban un importante dinamismo y crecían 8,5% con respecto al mismo período del año anterior. Dicha tendencia se confirma con el comportamiento de las importaciones en volumen; de hecho, las compras externas de bienes intermedios intensificaron su caída, mientras que las de bienes de capital y de consumo registraron menores crecimientos.

Al desagregar las cifras del PIB del primer trimestre de 2009 por ramas de actividad económica (Cuadro 3), se evidencia que los sectores que más contribuyeron a su caída fueron, en su orden, la industria, el comercio y la construcción de edificaciones, ramas que en conjunto representan aproximadamente 30% del PIB. En cuanto a la industria, cuya contracción fue de 7,9% con respecto al mismo período del año anterior, la crisis internacional se ha manifestado en una reducción importante en las ventas externas

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

	2007	I trim. 2008	II trim. 2008	III trim. 2008	IV trim. 2008	I trim. 2009
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	4,0	4,0	5,5	2,1	(0,6)	(0,8)
Explotación de minas y canteras	2,9	4,6	7,9	10,4	6,4	10,6
Industria manufacturera	9,6	2,1	1,2	(2,5)	(7,9)	(7,9)
Electricidad, gas y agua	3,7	0,7	1,7	1,2	1,0	1,9
Construcción	11,7	0,4	(0,2)	21,1	(11,3)	4,1
Edificaciones	2,2	24,9	25,9	25,2	(0,9)	(14,1)
Obras civiles	19,3	(15,1)	(14,8)	18,1	(17,7)	21,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	8,8	2,2	4,0	1,1	(0,6)	(2,7)
Transporte, almacenamiento y comunicación	11,0	9,0	4,6	2,3	0,4	(2,0)
Estab. finan., segur., inmueb. y serv. a las empresas	7,3	7,0	4,9	6,5	3,9	4,7
Servicios sociales, comunales y personales	4,7	3,4	2,9	1,7	0,3	(0,2)
Subtotal valor agregado	7,2	4,0	3,6	3,3	(0,9)	(0,2)
Impuestos menos subsidios	11,5	6,9	5,4	2,6	(1,8)	(4,2)
PIB	7,5	4,2	3,7	3,3	(1,0)	(0,6)

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

de algunos subsectores de naturaleza transable. Buena parte de dicho comportamiento lo explican únicamente cinco subsectores: vehículos, prendas de vestir y confecciones, molinería y almidones, hierro y acero, y sustancias químicas.

El PIB del comercio cayó 2,7% en el primer trimestre de 2009, completándose así dos trimestres consecutivos de cifras negativas. La contracción de este sector se refleja en el retroceso de las ventas al por menor, y en una caída de la actividad del sector de restaurantes y hoteles. Por el lado del PIB de construcción de edificaciones, su contracción anual fue del orden del 14,1%; no obstante, como se mencionó en relación con la inversión, en el primer trimestre del año su nivel no registró un retroceso adicional con respecto al trimestre anterior.

El sector que más contribuyó positivamente al desempeño del PIB del primer trimestre de 2009 fue el financiero, con un crecimiento anual de 4,7%, seguido por los de minería y construcción de obras civiles, que registraron crecimientos anuales de 10,6% y 21,2%, respectivamente. El comportamiento del sector minero estuvo asociado con el incremento de la producción de petróleo y gas natural.

Así las cosas, en el primer trimestre del año el PIB de transables, el más expuesto a la crisis externa y en el que la industria es el sector que más ponderación tiene, decreció 1,8% cuando se compara con el mismo período del año anterior. Por su parte, el PIB de no transables creció ligeramente (0,1%), gracias al comportamiento del sector financiero y de la construcción de obras civiles (Gráfico 15).

2. *Perspectivas de la actividad económica*

Para lo que resta de 2009, como lo sugieren algunos indicadores del segundo trimestre en las economías desarrolladas y emergentes, se espera que la economía mundial comience a mostrar signos de recuperación. Para el caso de la economía colombiana la recuperación comenzaría a evidenciarse a partir del tercer trimestre (el



segundo trimestre continuaría siendo golpeado, en parte, por la crisis internacional, y por la Semana Santa²⁷). Para el año completo, el crecimiento anual del PIB se ubicaría en un rango entre -1,0% y 1,0%. Así, el nivel del PIB sería similar al alcanzado en 2008 y su variación anual sería cercana al 0% (punto central del rango de pronóstico). Con 2009 se ajustaría un segundo año de desaceleración en la tasa de crecimiento del PIB.

En perspectiva histórica el crecimiento de 2009 (punto central del rango de pronóstico) sería uno de los más bajos, superado únicamente por los registros de los años 1930, 1931 y 1999. Sin embargo, a pesar del bajo crecimiento, el resultado para el año completo no sería tan malo si se compara con los registros esperados para economías desarrolladas y algunas de las economías emergentes más cercanas a la colombiana.

Como ya se ha señalado, uno de los canales mediante el cual la crisis externa se transmitiría a la economía colombiana sería el de comercio exterior. Dadas la débil demanda de los principales socios comerciales de Colombia y las restricciones al comercio impuestas por Venezuela y Ecuador, se espera que las exportaciones se contraigan en 2009. Sin embargo, el efecto neto de la demanda externa sería positivo sobre el crecimiento, debido a que las importaciones, que tienen una participación mayor en el PIB, también se estarían contrayendo.

El comportamiento de las importaciones estaría respondiendo a la debilidad en el consumo de los hogares, el cual continuaría desacelerándose frente al registro de 2008 y a la contracción de la inversión, principalmente por la inversión privada. Los efectos previstos sobre el consumo privado y la inversión podrían estar asociados, a su vez, con el debilitamiento de la confianza de los consumidores, de inversionistas y empresarios, y con la amplia incertidumbre sobre la duración y profundidad de la crisis mundial y su impacto en la economía colombiana.

B. Inflación

1. La inflación en el primer semestre de 2009

Durante el primer semestre del año se presentó la reversión de los choques de oferta que afectaron la inflación al consumidor durante 2007 y 2008, los cuales en particular golpearon los precios de los alimentos y, en menor medida, a los de los bienes y servicios regulados. La inflación anual al consumidor presentó una pronunciada desaceleración al pasar de 7,7% en diciembre

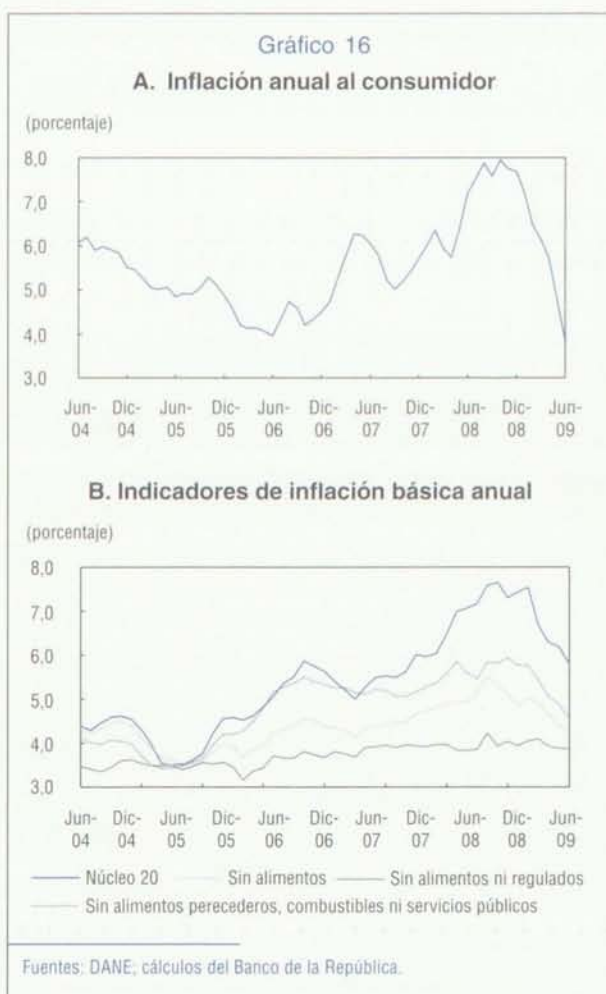
²⁷ En el año 2008 la Semana Santa fue en el primer trimestre, mientras que en 2009 ésta se presentó en el segundo trimestre.

a 3,8% en junio (Gráfico 16, panel A). Este último dato estuvo por debajo de los pronósticos y del rango meta establecido por la JDBR para este año (entre 4,5% y 5,5%); así mismo, corresponde al nivel más bajo observado desde julio de 1962.

A la par con la caída de la inflación total, se observó un descenso de la inflación básica, aunque de menor magnitud. La inflación básica es aquella que descuenta los choques transitorios de oferta como los que provienen de los cambios bruscos en los precios de los alimentos o combustibles. El promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República pasó de 5,6% en diciembre a 4,6% en junio, un valor que se sitúa dentro del rango meta. En el caso de la inflación sin alimentos, el dato de junio fue de 4,3%, un poco por debajo de lo pronosticado por el equipo técnico del Banco en sus informes de inflación. El indicador que excluye las dos principales fuentes de choques exógenos —alimentos y regulados (el cual contiene combustibles y transporte)— también cayó, pero mucho menos que en los otros tres casos (Gráfico 16, panel B.).

Lo que aconteció en la primera mitad del año con la inflación en Colombia también se observó en muchas otras economías desarrolladas y emergentes y es atribuible en buena parte a la fuerte caída en los precios del petróleo y de otras materias primas desde los muy altos niveles que se observaron hasta el tercer trimestre del año pasado. Así como en 2007 y 2008 el auge en estos precios se tradujo en un repunte de la inflación en el mundo, de igual manera su reversión ha reducido significativamente las presiones inflacionarias.

En Colombia los efectos de las caídas de los precios internacionales de las materias primas se han sentido directamente en los precios de los alimentos, combustibles y



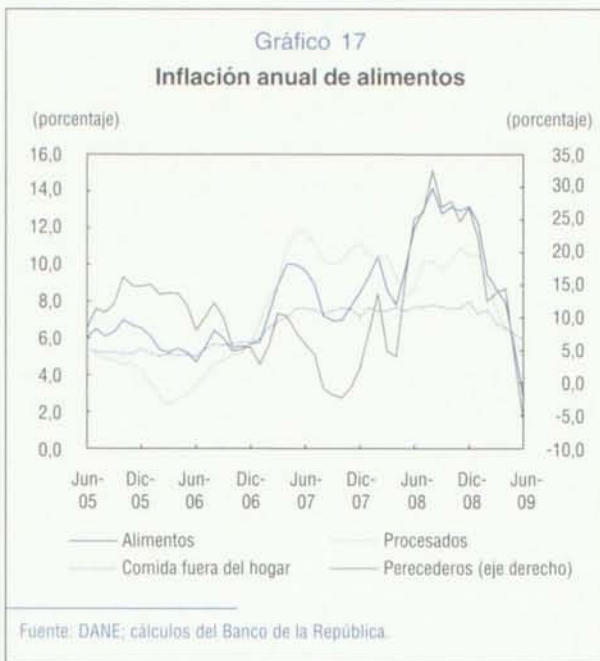
transporte. Adicionalmente, dicha reducción ha disminuido las presiones sobre los costos de producción, como lo sugiere la desaceleración de la inflación anual del índice de precios al consumidor (IPP) (de 9,0% en diciembre a 2,7% en junio).

La desaceleración de la demanda ha moderado alzas en los precios de varios rubros no transables de la canasta del consumidor, especialmente de servicios. Así mismo, las condiciones climáticas de la primera mitad del año favorecieron la oferta de alimentos altamente perecederos, acentuando la caída de la inflación. Todas estas circunstancias compensaron algunas presiones alcistas que resultaron de la depreciación del peso hasta marzo-abril y de las altas expectativas de inflación que se observaron a finales del año pasado y que condujeron a reajustes relativamente altos en el salario mínimo y en los precios de varios servicios indexados. Sin embargo, como se muestra más adelante, durante el primer semestre las expectativas han disminuido de manera importante, lo que deberá ayudar a mantener la inflación baja en lo que resta del año y durante 2010.

El grueso de la caída de la inflación anual entre enero y junio es el resultado del descenso en la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos, la cual pasó de 13,2% en diciembre a 2,8% en junio. Los alimentos perecederos (hortalizas, tubérculos y frutas) presentaron una caída sustancial que contrasta con el fuerte aumento registrado en igual período del año anterior (Gráfico 17). Este comportamiento estaría posiblemente ligado a una oferta relativamente abundante propiciada por condiciones climáticas favorables y por

los altos precios del año pasado, aunque también pueden haber influido los ajustes más moderados en los costos de producción y de transporte.

Para los otros componentes del IPC de alimentos —alimentos procesados y comidas fuera del hogar— también se presentaron caídas en la variación anual de precios, aunque de menor magnitud (Gráfico 17). En particular, los alimentos procesados respondieron a la disminución en los precios internacionales de las materias primas,



especialmente de cereales, oleaginosas y aceites, aunque su repunte en el segundo trimestre y la depreciación del primer trimestre del año pudieron haber tenido alguna incidencia alcista sobre los precios internos al finalizar la primera mitad del año.

La variación anual de regulados también presentó un descenso importante, explicado, en buena parte, por el comportamiento del precio de los combustibles. El nivel de estos últimos cayó un poco más de 6% en el primer semestre, dejando su variación anual en -1,5%, en marcado contraste con el aumento que se registró el año pasado. Dentro del componente de los servicios públicos también se observaron amplias disminuciones en el caso del gas domiciliario, fenómeno relacionado con el comportamiento de los precios externos y, en menor medida en las tarifas de agua y energía eléctrica. Sin embargo, en este último caso la variación anual se mantuvo por encima del 15%. En conjunto, la variación anual del IPC de regulados se situó en 5,9% en junio frente a 9,5% de diciembre (Gráfico 18).

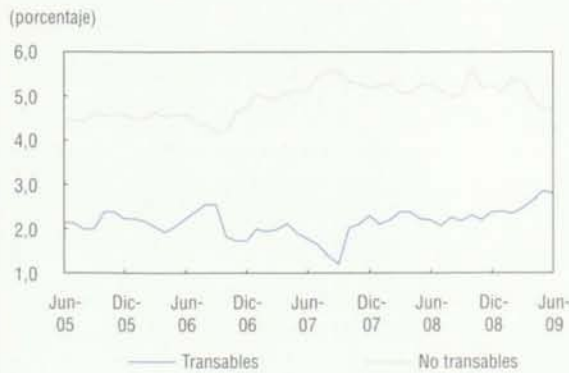
Además de las dos subcanastas analizadas (alimentos y regulados), otras presiones a la baja sobre la inflación provinieron del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, especialmente durante el segundo trimestre. La variación anual a junio de este índice cayó por debajo del punto medio del rango meta y se situó en un nivel de 4,7%, el cual no se veía desde finales de 2006, cuando las presiones de demanda y las expectativas de inflación eran todavía bajas (Gráfico 19, panel A).

Al interior de los no transables sin alimentos ni regulados, han sido los precios de varios servicios poco indexados, pero intensivos en mano de obra, los que parecen haber respondido más rápidamente a la debilidad de la demanda (Gráfico 19, panel B). Por el contrario, servicios como educación y salud, que están cobijados por normas de indexación, siguen presentando variaciones anuales altas, cercanas al 7%. Es en estos precios donde más claramente se ha visto la inercia que produjo el alza de la inflación del año pasado y el efecto de las altas expectativas hasta comienzos del presente año.



Gráfico 19

A. Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados



B. Descomposición de la inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados



Fuentes: DANE; cálculos del Banco de la República.

Un comportamiento intermedio ha sido el de los arrendos, para los cuales se ha observado una desaceleración moderada. Aún así, su incidencia es significativa, dada la gran importancia que tiene dicho rubro en la canasta del consumidor (alrededor de 19%) (Gráfico 19, panel B).

La subcanasta de transables sin alimentos ni regulados fue la única que no contribuyó a reducir la inflación en lo corrido del año. La variación anual de su índice aumentó de 2,4% en diciembre del año pasado a 2,8% en junio del año en curso (Gráfico 19, panel A). La devaluación del tipo de cambio durante el primer trimestre y comienzos del segundo habría contribuido a este repunte, el cual se presentó en un amplio grupo de bienes, incluyendo vehículos, medicina, artículos de aseo del hogar y bienes relacionados con diversión, cultura y esparcimiento, entre otros.

2. Perspectivas de la inflación al consumidor

Los pronósticos de inflación para Colombia indican que hay una alta probabilidad de que ésta termine en 2009 por debajo del rango meta (4,5%-5,5%) establecido por la JDBR. Aunque se espera que la economía retome su senda de crecimiento durante la segunda mitad del año, las presiones de demanda continuarán restringidas, dados los excesos de capacidad productiva con que cuenta la economía.

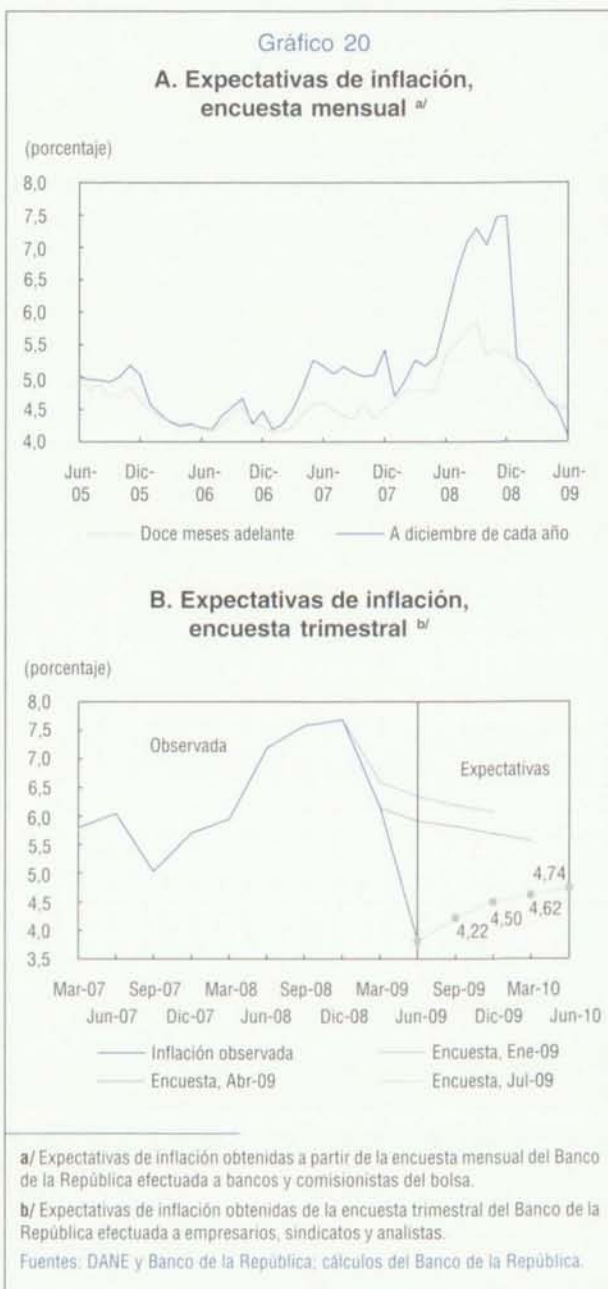
A ello se suma que en meses recientes se ha visto un fuerte declive de las expectativas de inflación, tal como lo demuestran las encuestas (trimestral y mensual) aplicadas por el Banco de la República, las cuales indican que los entrevistados esperan para diciembre de este año una inflación entre 3,8% y

4,5% (Gráfico 20). Así mismo, para un horizonte de doce meses, la encuesta mensual muestra una inflación esperada de 4,8%.

Por otro lado, se espera que el mercado laboral se mantenga holgado ante el aumento en la tasa de desempleo y en la oferta de trabajo, lo cual debe menguar los ajustes salariales. Donde no se prevé que continúe el alivio en los precios internacionales de los alimentos y los combustibles, los cuales podrían presentar algunos aumentos en lo que resta del año y en 2010 en la medida en que la demanda mundial se recupere.

Dado lo anterior, no deberían observarse repuntes en las variaciones anuales de los precios de bienes y servicios más sensibles a la demanda o que se ajustan por reglas de indexación. En particular, se espera que el IPC de no transables sin alimentos ni regulados, el cual constituye un componente importante de la canasta del IPC (representa 30,5%), mantenga una variación anual dentro del rango meta de inflación. Su principal componente (arriendos) no debería presentar ajustes superiores a las metas, debido al aumento registrado en la oferta de vivienda durante los últimos años y al probable estancamiento del ingreso de los hogares en este año, entre otras razones.

La depreciación del tipo de cambio tampoco debería ser un problema grave, aunque no se descartan algunas alzas en los transables sin alimentos ni regulados si el tipo de cambio se mantiene por encima de los niveles observados a



finales de mayo y comienzos de junio. Es probable, eso sí, que en algunos bienes y servicios, la debilidad de la demanda, la mayor competencia que enfrentan las empresas y las bajas expectativas de inflación también desempeñen un papel importante, frenando alzas o conduciendo a rebajas de precios. Algo en este sentido habría comenzado a presentarse en algunos rubros, como pasajes aéreos nacionales.

Aunque los precios internacionales del petróleo aumentaron en los últimos tres meses, no se espera que esta situación presione significativamente los precios internos de los combustibles y del transporte público, siempre y cuando la tendencia alcista no se prolongue y los precios para el barril de petróleo referencia West Texas Intermediate (WTI) no superen los US\$70. Dicho pronóstico supone que el tipo de cambio no se deprecia de manera importante y se mantiene cerca del nivel alcanzado a finales de junio (alrededor de \$2.150 por dólar). Así, se prevé para la gasolina un precio sin variaciones importantes durante el resto del año, lo cual, a su vez, facilitaría ajustes en las tarifas del transporte público cercanas al punto medio del rango meta y por debajo de los registros del año pasado.

Para los servicios públicos no se espera que continúen los aumentos por encima de las metas, sobre todo en el caso de las tarifas de energía eléctrica, dada la moderación en el crecimiento de esta demanda en los últimos trimestres. De la misma manera, para acueducto y gas los ajustes deberán ser cercanos al rango meta.

Así las cosas, el IPC de regulados continuará presentando una variación anual decreciente que hacia el final del año deberá estar cerca al 5%. Dado todo lo anterior, se espera que para el segundo semestre del año la inflación sin alimentos se mantenga en el valor alcanzado en junio, o un poco por debajo, y menor que el rango meta para diciembre.

Con respecto a los precios de los alimentos, las perspectivas son más inciertas para lo que resta del año. Los modelos del Emisor prevén un repunte moderado en la variación anual del IPC de alimentos en el tercer trimestre, pero para finales de año el resultado estaría en la parte inferior del rango meta, o incluso por debajo. De esta forma, los alimentos ayudarían a mantener la inflación en niveles bajos hacia diciembre.

No obstante, para lo que resta del año y para comienzos del próximo es posible que se presente un fenómeno de «El Niño», según lo han anunciado algunos organismos internacionales de meteorología. De darse, este fenómeno podría encarecer los precios de los alimentos perecederos hacia finales de 2009 y sobre todo en el primer semestre de 2010. Otra fuente de incertidumbre en alimentos son los precios internacionales. Los pronósticos del Banco no contemplan aumentos adicionales en los precios de cereales y

aceites para lo que resta del año, dada la recesión mundial y la estabilidad que se prevé para los precios del petróleo.

Las perspectivas inflacionarias también son favorables para 2010. Por un lado, un cierre de inflación bajo en 2009 y unas expectativas controladas deben contribuir a mantener reducidos los ajustes de precios de comienzos de año en aquellos bienes y servicios más indexados, como salud, educación y arriendos. Por otro, aunque la economía deberá estar creciendo, los excesos de capacidad productiva acumulados en los dos años anteriores descartarían la presencia de presiones de demanda durante buena parte del año.

Así mismo, no se esperan alzas importantes en los salarios, en vista de las ganancias del salario real en 2009 y de una menor demanda por trabajo. Adicionalmente, los costos se mantendrán estables si los precios externos de las materias primas y combustibles no aumentan por encima de los niveles previstos.

En la actualidad los principales riesgos alcistas sobre este escenario también provendrían de los precios de los alimentos, debido al posible impacto del fenómeno de El Niño. Por esta misma razón podrían presentarse algunos choques sobre los precios de la energía si dicho fenómeno afecta su generación, como ha sucedido en el pasado.

Todo lo anterior sugiere que están dadas las condiciones para que en 2010 la inflación al consumidor se mantenga en niveles bajos y continúe convergiendo hacia el rango meta de largo plazo definido por la JDBR hace algunos años. Dicho rango está entre 2% y 4%.

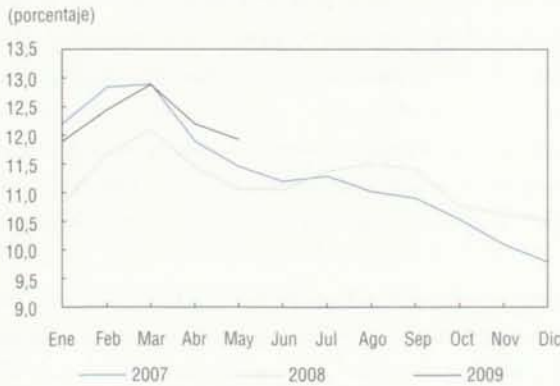
C. Tendencias recientes del mercado laboral

De acuerdo con la información disponible para el mercado laboral, el empleo se contrajo en el primer semestre de 2008 (especialmente en el tipo asalariado), se estabilizó a finales del año pasado y habría mostrado cierta recuperación en buena parte del primer semestre de 2009 (sobre todo en el empleo no asalariado). Esta tendencia, que contrasta con el debilitamiento de la producción del país, es menos clara en los sectores y ciudades más vinculados con el comercio exterior, dando indicios del efecto de la crisis externa.

El aumento de la ocupación no impidió el incremento en la tasa de desempleo debido a una expansión mayor de la oferta laboral, la cual se presentó desde comienzos de 2009 y tendría dos posibles explicaciones. La primera, relacionada con el efecto del trabajador adicional, el cual consiste en que agentes distintos al jefe de hogar realizan una entrada al mercado al ver

Gráfico 21

A. Tasa de desempleo total nacional (trimestre móvil)



B. Variación anual de la tasa de desempleo total nacional (trimestre móvil)



Fuente: DANE-GEIH.

reducidos sus ingresos corrientes²⁸. En algunas ciudades receptoras de remesas de trabajadores del exterior este efecto habría sido reforzado por el descenso de estos giros. La segunda tiene que ver con una ampliación de la oferta laboral, generada por un retorno de colombianos inmigrantes.

Según información de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH)²⁹, la tasa de desempleo comenzó a aumentar a partir del mes de julio de 2008, deterioro que se profundizó en el último trimestre del mismo año y que coincidió con la contracción de la actividad económica en dicho período (Gráfico 21, panel A). Comparadas con el mismo período del año anterior, las cifras del primer semestre de 2009, muestran un incremento en la desocupación en todos los dominios territoriales³⁰.

No obstante, en enero del presente año el desempleo detuvo su

²⁸ Por la pérdida del empleo del jefe del hogar o porque otros ingresos corrientes del hogar se disminuyeron.

²⁹ La GEIH proporciona información acerca de la tasa global de participación (*TGP*), la tasa de ocupación (*TO*) y la tasa de desempleo (*TD*), entre otros indicadores laborales. La *TGP* es la relación entre la población económicamente activa (*PEA*) (todas las personas que participan en el mercado laboral, es decir los ocupados y los desocupados) y la población en edad de trabajar (*PET*) (la población mayor de 12 años en las cabeceras municipales y mayor de 10 años en las zonas rurales), tasa que puede ser interpretada como un indicador de la oferta de trabajo; por su parte, la *TD* es la proporción de la población económicamente activa, que se encuentra desocupada y la *TO* se define como el número total de personas ocupadas sobre la población económicamente activa. Tanto la *TGP* como la *TO* son tasas que tienen como punto de referencia común la *PET*, y sus fluctuaciones relativas se reflejarán sobre la tasa de desempleo:

³⁰ Los dominios territoriales hacen referencia a las divisiones geográficas de la GEIH, las cuales son total nacional, área rural (o resto), cabeceras municipales y, entre ellas, las trece principales áreas metropolitanas.

aceleración, y la estabilidad de su crecimiento a lo largo del año indica que la contracción del mercado laboral no se ha profundizado (Gráfico 21, panel B). Con la información más reciente, la tasa de desempleo del trimestre marzo-mayo se ubicó en 11,9% para el total nacional y 12,9% para las trece áreas metropolitanas principales, implicando un incremento frente a 2008 de 0,9 y 1,3 pp, respectivamente.

Para caracterizar la dinámica de la desocupación, el Cuadro 4 desagrega el mercado laboral en sus dos componentes principales: la demanda y la oferta de trabajo, cuya interacción determina el nivel de la tasa de desempleo. Mientras que los movimientos de la demanda laboral pueden ser evidenciados en los indicadores de empleo y ocupación, la oferta laboral está reflejada en la tasa global de participación. Como se observa, en el trimestre terminado en mayo las tasas de ocupación crecieron para los diferentes dominios a una tasa menor que la participación laboral, comportamiento que ha sido característico de los cinco primeros meses de 2009. Lo anterior indica una expansión de la oferta de trabajo que supera la demanda, conduciendo a los incrementos en la tasa de desempleo ya señalados.

1. Comportamiento de la demanda de trabajo

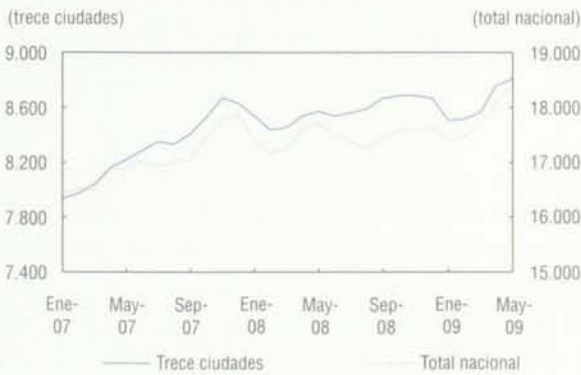
En 2009 el empleo cambió la tendencia que presentaba a finales de 2008 y comenzó a expandirse desde el trimestre móvil terminado en febrero

Cuadro 4 Indicadores del mercado laboral (porcentaje)							
	Trimestre (marzo-abril-mayo)					Trimestre móvil mes anterior ^{a/}	
	2005	2006	2007	2008	2009	Dif. 2008 y 2009 Absoluta	Dif. 2008 y 2009 Absoluta
Tasa global de participación nacional	60,1	59,9	57,9	59,5	61,3	1,8	1,2
Área rural	57,2	56,9	51,3	53,5	55,8	2,3	0,9
Cabeceras	61,1	60,9	60,0	61,4	63,0	1,6	1,3
Trece ciudades	63,0	62,6	61,5	62,8	64,3	1,5	1,5
Tasa de ocupación nacional	52,6	52,9	51,3	52,9	54,0	1,1	0,6
Área rural	52,7	52,5	47,4	49,7	51,2	1,5	0,8
Cabeceras	52,6	53,0	52,5	53,9	54,8	0,9	0,6
Trece ciudades	53,9	54,6	54,2	55,5	56,0	0,5	0,4
Tasa de desempleo nacional	12,4	11,7	11,4	11,1	11,9	0,9	0,7
Área rural	7,7	7,8	7,6	7,0	8,1	1,0	0,2
Cabeceras	13,9	12,9	12,5	12,2	13,0	0,8	0,9
Trece ciudades	14,5	12,7	11,8	11,7	12,9	1,3	1,4

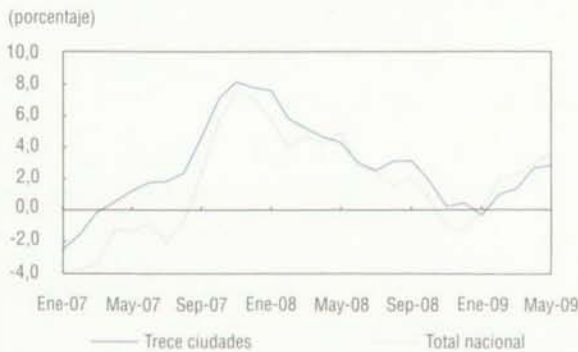
a/ Corresponde a las variaciones anuales absolutas del trimestre febrero-marzo-abril.
Fuente: DANE.

Gráfico 22

**A. Número de empleados
(miles de ocupados, del trimestre móvil)**



**B. Creación de empleo
(variación anual, trimestre móvil)**



Fuente: DANE-GEIH.

(Gráfico 22). Como consecuencia, entre enero y mayo se crearon 860.932 puestos de trabajo a nivel nacional y 272.785 en las trece principales ciudades³¹. Dichas cifras fueron superiores a las observadas en el mismo período de 2008, cuando se crearon en total 232.931 empleos, de los cuales 124.100 fueron generados en las trece áreas metropolitanas principales.

Sin embargo, el mayor incremento en el número de ocupados se ha concentrado principalmente en las ciudades intermedias y en el área rural. De hecho, la información de trimestres móviles muestra que el número de ocupados creció en promedio entre enero y mayo a una tasa anual de 3,6% en las cabeceras (diferentes a las trece áreas) y de 1,8% en el área rural (por encima del 1,5% observado en promedio en las trece áreas metropolitanas).

La información de empleo por ramas de actividad económica sugiere que las áreas urbanas resultan ser menos dinámicas (Cuadro 5). En lo corrido de 2009 hasta mayo, los crecimientos anuales del empleo en la construcción y en el comercio para las trece áreas metropolitanas fueron, en promedio, 4,2% y 4,7%, respectivamente, menores al 5,7% y 5,2% observados a nivel nacional. Según la GEIH, en el mismo período, la ocupación en la industria para las trece ciudades principales se contrajo a una tasa anual del 1,3%, hecho que contrasta con el incremento de 3,2% en el empleo de la industria manufacturera a nivel nacional.

Para el caso de las tres ciudades principales —Bogotá, Medellín y Cali, las cuales albergan el 67% de los ocupados— el empleo se encuentra relativamente

³¹ El margen de error de las cifras absolutas de empleo es elevado, ya que su diseño muestral fue realizado para obtener tasas mas no niveles.

Cuadro 5
Crecimiento anual promedio del empleo en lo corrido de 2009 ^{a/}
 (porcentaje)

	Total nacional	13 áreas	Bogotá	Medellín	Cali
Total	2,1	1,5	0,7	1,7	0,8
Comercio	5,2	4,7	7,4	9,2	(1,1)
Servicios	(1,4)	(0,2)	(1,8)	5,1	(0,6)
Industria	3,2	(1,3)	(1,4)	(6,2)	8,9
Transporte	0,4	(2,5)	(9,6)	(5,2)	(1,2)
Construcción	5,7	4,2	7,5	1,2	(13,4)

a/ Calculado como el promedio de las variaciones anuales de los trimestres móviles.

Fuente: DANE-GEIH.

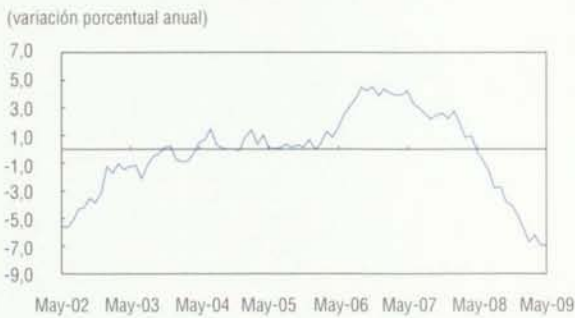
estancado. En Bogotá, en lo corrido de 2009 hasta mayo, el número de empleos creció en promedio 0,7%. En este caso la recuperación en el empleo del comercio compensó una contracción de la ocupación en la industria, los servicios y el transporte. Para Cali el crecimiento del empleo fue de 0,8% en el mismo período, incluyendo un aumento en la ocupación de la industria y una caída en la construcción y el comercio respectivamente. Finalmente, en Medellín el empleo creció 1,7%, impulsado por una recuperación del comercio y de los servicios, la cual podría ser atribuida a la realización de eventos en torno de la asamblea del Banco Interamericano de Desarrollo en abril y en mayo. Sin embargo, en esa ciudad el empleo en la industria es el más golpeado, pues cayó en promedio 6,2% anual.

Los indicadores laborales parecen señalar que la capacidad de creación de empleo se ha visto reducida en las áreas metropolitanas, en donde se concentra el sector industrial (el 71,3% de la ocupación de dicho sector se encuentra en las tres ciudades más grandes). Esto podría resultar del hecho de que los sectores más dependientes del comercio exterior, como la industria manufacturera, han sido los más golpeados por la crisis externa.

Esta hipótesis parece ser consistente con los datos que se extraen de las encuestas sectoriales de industria y comercio. Por una parte, el empleo reportado en la muestra mensual manufacturera (MMM) decreció en mayo a una tasa anual del 6,9%, y completó más de un año en contracción (Gráfico 23, Panel A). Dichas pérdidas se concentraron en los trabajadores temporales, para quienes el empleo disminuyó un 11,8% en el mismo mes. Para el comercio, la muestra mensual de comercio al por menor (MMCM) indica que el empleo en este sector decreció en mayo un 3,9%, continuando con la contracción que se observa desde diciembre de 2008 (Gráfico 23, panel B). En este caso la pérdida de empleos se da de igual manera para temporales y permanentes, los cuales decrecieron al 3,1% y 1,8%, respectivamente, en mayo.

Gráfico 23

A. Empleo en la industria



B. Empleo en el comercio



Fuente: DANE- MMM y MMCM

Cabe mencionar que las diferencias que existen en las magnitudes de variación del empleo entre las muestras sectoriales recién mencionadas y la GEIH pueden estar asociadas con distintas metodologías de cálculo. Por una parte, la GEIH tiene como objetivo tanto empleados de medianas y grandes como de pequeñas empresas (consideradas informales). La MMM incluye sólo empresas de más de diez empleados, y la MMCM tiene sólo información de empresas con un número de empleados mayor a veinte. Es por esta razón que el crecimiento del empleo de la industria y el comercio observado a nivel nacional en la GEIH podría estar concentrado en las empresas pequeñas e informales.

Por otro lado, con respecto a la calidad del empleo que se está generando, las cifras de la GEIH muestran que el no asalariado creció durante buena parte del primer semestre de 2009 a una tasa mayor que el asalariado. A nivel nacional, en lo corrido del año hasta mayo los ocupados no asalariados aumentaron en promedio a una tasa anual del 3,7%, mientras que los asalariados cayeron al 0,1%. En las trece ciudades principales la diferencia es aún mayor, ya que el empleo no asalariado aumentó 3,9% y el asalariado se contrajo 0,7%. No obstante, cabe destacar que en los meses de abril y mayo el empleo asalariado interrumpió dicha tendencia, ya que comenzó a expandirse (Gráfico 24). Finalmente, teniendo en cuenta que los ocupados no asalariados son los que más han crecido en lo corrido de 2009, la dinámica de creación de empleo indica que se está reforzando la informalidad en el mercado laboral.

2. Dinámica de la oferta de trabajo

En el caso de la oferta laboral, la tasa global de participación (TGP) detuvo la contracción que presentó en los últimos meses de 2008 y comenzó a incrementarse desde febrero de 2009, acelerándose durante los meses de

marzo, abril y mayo (Gráfico 25, panel A). Paralelamente, la población económicamente activa (PEA) presentó una aceleración desde enero y creció en el trimestre móvil terminado en mayo 4,7% para el total nacional y 4,3% para las trece áreas metropolitanas.

La expansión de la oferta laboral está relacionada, principalmente, con el efecto del trabajador adicional, el cual se observa cuando la economía se encuentra en un ciclo de contracción. Al analizar los indicadores laborales de los jefes de hogar puede encontrarse evidencia de dicho efecto. En primer lugar, como se observa en el Gráfico 25, la variación de la TGP fue mayor para el total de la población que para los jefes de hogar en todos los dominios, lo cual indica que la expansión de la oferta total de trabajo fue mayor que la explicada únicamente por un

aumento en participación de los jefes de hogar. Ello sugiere que la entrada de agentes secundarios o adicionales se encuentra detrás de la dinámica de la TGP para el total de la población.

En segundo lugar, las tasas de ocupación presentaron un comportamiento contrario en los dos grupos demográficos. Mientras que la ocupación del total de la población se incrementó en el trimestre terminado en mayo, este no fue el caso de los jefes de hogar, para los cuales las tasas de ocupación disminuyeron en todos los dominios (Gráfico 26). Este hecho puede ser muestra de que la creación de empleo se concentró en aquellos trabajadores adicionales, mientras que la expansión de la oferta de jefes de hogar no coincidió con un incremento en su ocupación. Es por eso que se observaron mayores aumentos en las tasas de desempleo para este grupo demográfico que para el total de la población.

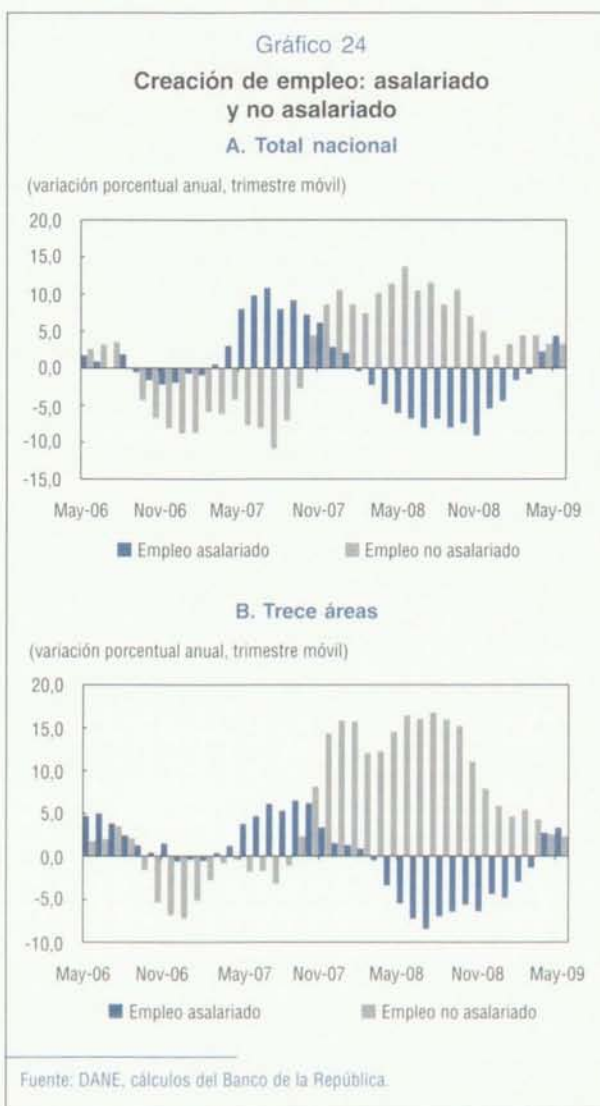
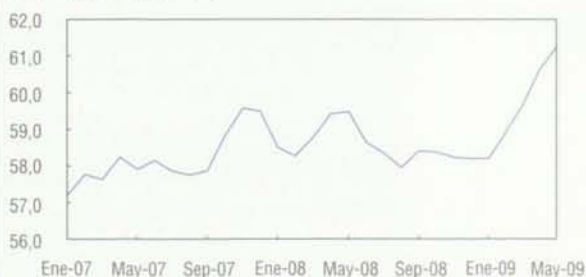


Gráfico 25
Creación de empleo

A. Tasa global de participación del total nacional

(porcentaje, trimestre móvil)



B. Total nacional (variación)

(puntos porcentuales, trimestre móvil)



C. Trece áreas metropolitanas

(puntos porcentuales, trimestre móvil)



Fuente: DANE-GEIH.

En conclusión, aunque la ocupación se ha recuperado en lo corrido de 2009, la capacidad de generación de empleo se ve afectada en las ciudades principales y en los sectores más asociados al comercio exterior. Adicionalmente, el mayor desempleo se explica por un incremento de la oferta laboral (tasa global de participación) más rápido que el de la tasa de ocupación (Gráfico 27).

D. Política monetaria y sector financiero

1. Decisiones de política monetaria y comportamiento de las tasas de interés en lo corrido de 2009

a. Tasas de interés del Banco de la República y de mercado

Las tendencias decrecientes de la inflación y el crecimiento fueron el escenario en el cual se adoptaron las decisiones de política monetaria. De esta forma, la tasa de interés de intervención del Banco de la República, que se ubicaba en 10% en noviembre de 2008, se redujo paulatinamente 550 pb hasta alcanzar un nivel de 4,5% a finales de junio de 2009 (Gráfico 28). El calendario de descensos fue el siguiente:

- En los meses de diciembre de 2008 y enero de 2009 se redujo 50 pb en cada reunión, hasta situarse en 9%.

- Entre febrero y mayo se disminuyó nuevamente a un ritmo mensual de 100 pb, hasta situarla en 5%. Así mismo, en mayo la JDBR anunció que con la información disponible, cualquier eventual reducción de su tasa de interés en el futuro sería menor que las observadas recientemente.
- En la reunión de junio la JDBR decidió realizar una disminución de 50 pb en su tasa de interés de referencia hasta 4,5% y anunció que con la información disponible hasta el momento no se esperan modificaciones en la tasa de interés de intervención en un futuro cercano.

Desde mediados de febrero de 2009 la tasa de interés interbancaria ha seguido de cerca a la tasa de interés de referencia del Banco de la República (Gráfico 28). No obstante, este no fue el caso para el período noviembre-diciembre de 2008 y enero de 2009, cuando la tasa de interés interbancaria se desvió de manera importante y se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia (Gráfico 29). Entre las razones que explican este último fenómeno está la suspensión temporal del mecanismo de subastas de contracción, el cual se habilitó nuevamente

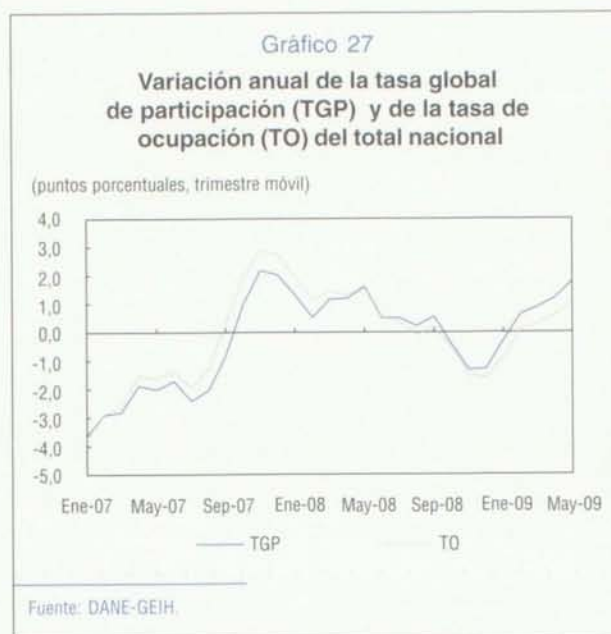
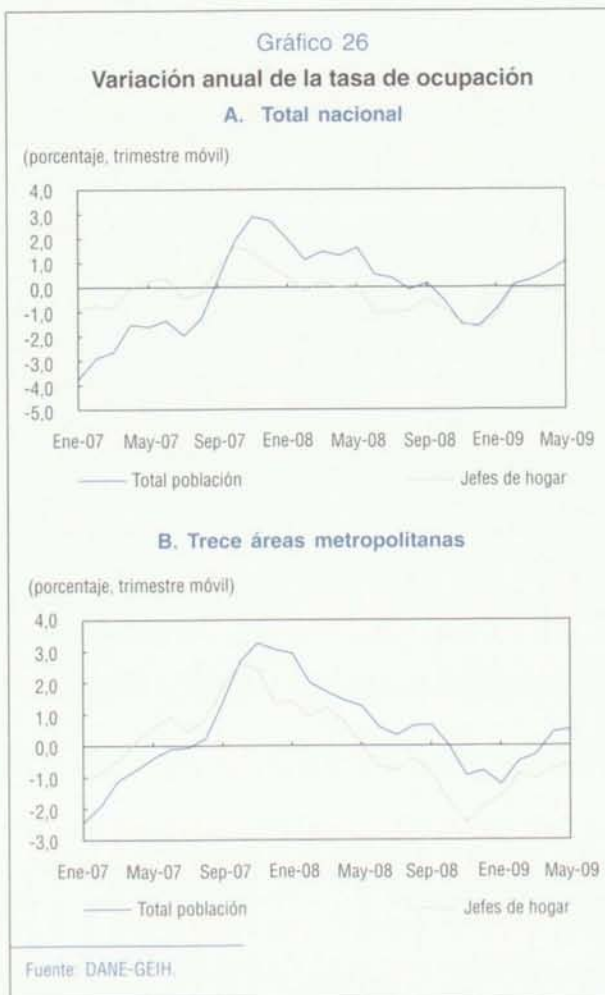
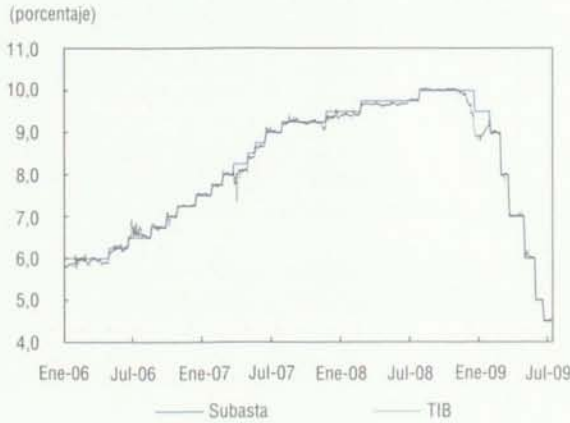


Gráfico 28

Tasa de interés de subasta de expansión del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB), 2006-2009 a/



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles. El último dato corresponde al 15 de julio de 2009.

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

a comienzos de 2009, llevando a que la TIB se ubicara en niveles cercanos a la tasa de interés de política hacia finales de ese mes; desde entonces se mantiene este comportamiento. De esta forma, desde finales de enero de 2009 la transmisión de la reducción de la tasa de interés de referencia del Banco de la República a la TIB se presentó de la manera esperada y a mediados de julio de 2009 las dos tasas de interés presentan niveles similares.

De otra parte, entre diciembre de 2008 y junio de 2009 la transmisión de las reducciones de la tasa de interés de política a las tasas de interés pasivas del mercado fue casi completa (Gráfico 30). Así, mientras que la tasa de interés de referencia del Banco de la República se redujo en 550 pb al finalizar junio (desde un nivel de 10% en noviembre de 2008), las tasas de interés DTF y de captación de CDT se redujeron en 463 pb y 458 pb, respectivamente, en lo corrido del año al 10 de julio. Para esta fecha, la primera se ubicó en 5,2% y la segunda en 5,6%³².

Gráfico 29

Diferencia entre la tasa de interés interbancaria y de referencia del Banco de la República, y posición acreedora neta del Banco de la República a/



a/ La posición acreedora neta del Banco de la República se calcula como la diferencia entre los repos de expansión y los depósitos de contracción no constitutivos de encaje del sistema financiero en el Banco de la República. Si esta diferencia es positiva (negativa), se dice que el Banco de la República es acreedor neto (deudor neto) del sistema financiero.

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

³² La DTF corresponde a la tasa de captación de CDT a noventa días, promedio mensual ponderado, informada por bancos, corporaciones financieras, y compañías de financiamiento

comercial de todo el país a la Superintendencia Financiera de Colombia. La tasa de captación de CDT corresponde a la tasa a todos los plazos, promedio mensual ponderado, reportada por todos los establecimientos de crédito a la Superintendencia Financiera de Colombia. Para la DTF la

Las tasas de interés activas también se han reducido con la tasa de política. Así, en lo corrido de 2009 al 3 de julio la tasa activa calculada por el Banco de la República³³ se redujo en 595 pb, respondiendo significativamente a los movimientos de la tasa de interés de política (Gráfico 31).

La transmisión ha sido diferente según la modalidad de crédito. En particular, en la semana del 3 de julio de 2009 la tasa de interés de la cartera comercial se ubicó en 10,4%, completando una reducción de 638 pb en lo corrido del año (Gráfico 32). Dentro de esta modalidad de cartera, durante este período la tasa de interés del crédito preferencial fue la que más disminuyó, alcanzando un nivel de 9,3% (-699 pb de reducción en lo corrido del año). Le siguió la del crédito de tesorería, cuya tasa bajó 617 pb durante el mismo período, llegando a 9,7%. Finalmente, la tasa de interés del crédito ordinario se redujo 440 pb en el mismo lapso de tiempo.

Gráfico 30
Tasas de interés pasivas^{a/} y tasa de interés de las subastas de expansión del Banco de la República

A. Nominales



B. Reales^{b/}



a/ La tasa de interés pasiva ponderada mide el costo de las nuevas captaciones del sistema financiero durante el mes mediante depósitos en cuentas de ahorro, CDT, bonos y repos con el sector real, principalmente.

b/ Para el cálculo real se utilizó la variación del IPC sin alimentos.

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

Las tasas que menos han respondido han sido las de consumo, las cuales sólo se han reducido 221 pb en lo corrido del año. Así, la tasa de interés de los créditos de consumo se ubicó en 23,1% en la semana del 3 de julio de

información es semanal y el último dato corresponde a la tasa que tiene vigencia para la siguiente semana (13 a 19 de julio de 2009). Para la tasa de CDT la información también es semanal.

³³ La información de tasas activas es semanal. La tasa activa calculada por el Banco corresponde al 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 estableció como la quinta parte de su desembolso.

Gráfico 31

Tasas de interés nominales: subasta del Banco de la República y activa ^{a/}



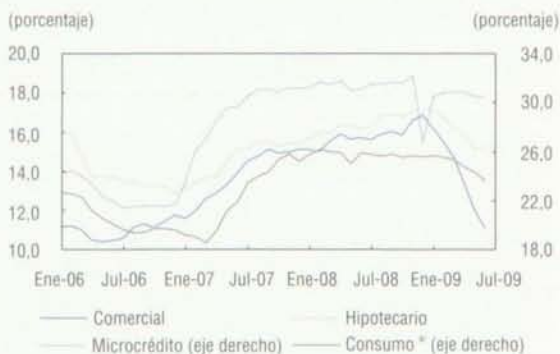
a/ Corresponde a la tasa de interés activa calculada por el Banco de la República. Los datos de este gráfico se presentan para fin de cada mes.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

2009. Durante este mismo período la tasa de interés de los créditos de vivienda para adquisición se redujo 252 pb y su nivel fue de 14,9%.

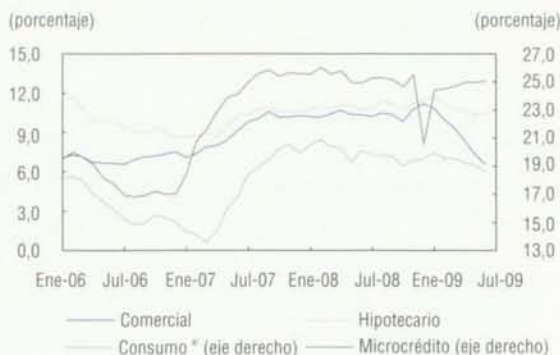
De acuerdo con lo anterior, la transmisión de la tasa de interés de política fue más fuerte para las tasas de interés de la cartera comercial, comparada con las otras modalidades. Aun así, como se dijo, la tasa de interés activa calculada por el Banco se redujo en mayor proporción a la de política. Esto obedece al cambio en la composición de los desembolsos. Como se observa en el Gráfico 33, los desembolsos de los créditos comerciales han venido ganando participación dentro de los desembolsos totales, al pasar de representar el 82% en promedio entre enero y junio de 2007, a 89% en igual período de 2009. Este aumento se acompañó de una reducción en la participación de los desembolsos de la cartera de consumo dentro de los desembolsos totales, que pasó de 14% a 8% en las fechas mencionadas.

Gráfico 32

Tasas de interés activas por tipo de crédito
A. Nominales (promedio mensual)



B. Reales ^{b/}



a/ No incluye tarjetas de crédito.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE y Banco de la República.

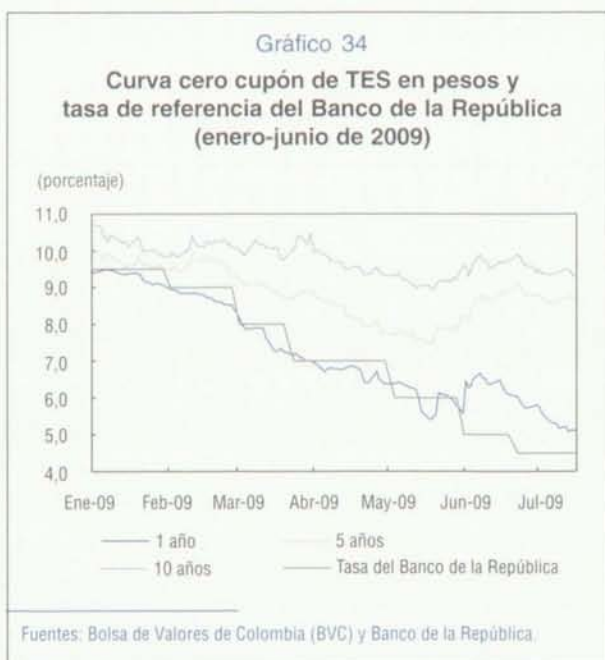
b. Evolución de las tasas de interés de los títulos de deuda pública local durante lo corrido de 2009

El primer semestre de 2009 fue un período favorable para el mercado de deuda

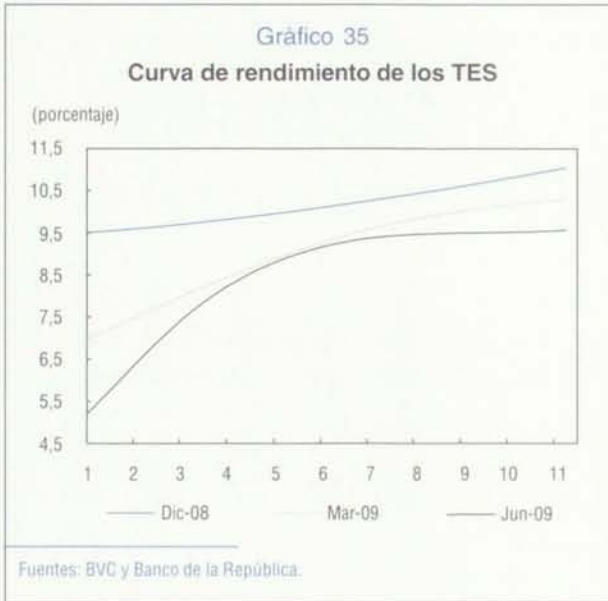
pública local. Las tasas de interés de los TES para todos los plazos mostraron una tendencia a la baja hasta finales de mayo, interrumpida temporalmente en las primeras semanas de junio. Así por ejemplo, el bono con vencimiento en julio de 2020 pasó de una tasa de 10,55% a comienzos de enero a una tasa de 8,9% al cierre de mayo, al tiempo que aquel con vencimiento en mayo de 2011 pasó de 9,61% a 6,30% durante el mismo período (Gráfico 34).

La curva de rendimientos de los TES (Gráfico 35) es una descripción gráfica de la relación entre la tasa de retorno de un bono de la misma calidad crediticia a diferentes plazos de maduración³⁴. Su desplazamiento, empinamiento o curvatura puede dar señales a los hacedores de la política monetaria sobre expectativas de: inflación, crecimiento, tasas de interés, gasto del gobierno, cambios en el riesgo, entre otros.

En el caso de Colombia, además del desplazamiento hacia abajo de la curva de rendimientos de los TES (debido a valorización de los papeles), se ha presentado un empinamiento de dicha



³⁴ La curva de rendimientos permite estimar la estructura temporal de las tasas de interés para activos financieros homogéneos en cuanto a sus características intrínsecas, y observar la gama de rendimientos ofrecidos por dichos activos teóricamente idénticos en todo, excepto en su plazo de maduración (vencimiento). Algunos agentes plantean dicha relación de las tasas de interés de papeles financieros en función del concepto de «duración» (Cámara *et al.*, 2005).



curva, que implica una caída más pronunciada de las tasas de interés de corto plazo en comparación con las de largo plazo. Este último comportamiento se puede explicar principalmente por tres hechos:

- Preferencia internacional por liquidez de corto plazo, debido a una mayor percepción de riesgo, mayores expectativas de incremento de gasto de los gobiernos, o por algunas señales de cambio en el ciclo

económico. El empinamiento de las curvas de deuda pública que se ha dado en varios países, incluyendo la economía estadounidense, también termina afectando la curva de rendimientos interno de TES.

- Anuncios como los realizados por el Gobierno de mayores emisiones de TES en el presente y próximos años, para la financiación del déficit fiscal, pudieron afectar las valorizaciones relativas de la deuda de largo plazo frente a la de corto.
- El fuerte recorte de la tasa de interés de política del Banco de la República (-550 pb) en tan solo seis meses, pudo haber afectado la percepción futura que tienen los agentes de mercado de variables como: la tasa de interés, la inflación y el crecimiento.

Desde junio de 2009 ha aumentado el empinamiento de la curva de los TES, observándose un incremento moderado en las tasas de interés de mediano y largo plazos. Esto último podría estar explicado principalmente por: i) la venta de TES por parte de algunos agentes que tomaron utilidades ante expectativas de menores recortes en la tasa de política monetaria; ii) la liquidación de posiciones en títulos de deuda por parte de algunos bancos comerciales con el fin de obtener recursos adicionales para otorgarle un préstamo a Ecopetrol, y iii) el anuncio del Gobierno mencionado anteriormente. Sin embargo, al 25 de junio estas tasas se ubicaron por debajo de los niveles de apertura del año y muy por debajo de los niveles de gran aversión al riesgo global observados en el cuarto trimestre del año pasado.

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

Como se ha explicado en ocasiones anteriores, la evolución de los agregados monetarios y crediticios refleja el comportamiento de los agentes de la economía, en parte como respuesta a las medidas de política de las autoridades monetarias. El banco central se encarga de mantener la tasa de interés a un día al nivel que fija la Junta y otorga toda la liquidez que requieren los agentes a esa tasa. Esto significa que el comportamiento de la base monetaria está determinado por las decisiones de los agentes y del sistema financiero en el mercado de liquidez primaria, mientras que el desempeño del crédito refleja las necesidades de gasto de los agentes, y el de M3 la decisión de demanda de dinero de los agentes.

a Base monetaria: usos y fuentes

i. Usos

En lo corrido de 2009 a junio la base monetaria presentó una variación promedio anual de 14,2%, equivalente a 8,0% en términos reales (Gráfico 36). Esta variación real fue inferior en 0,3 pp a la observada en igual período de 2008, principalmente por el comportamiento de la reserva bancaria. En particular, durante el primer semestre de 2009 la variación real anual de la reserva bancaria fue 14,6% (21,1% en términos nominales), inferior en 8 pp a la observada en igual período de 2008. Para este mismo período, el crecimiento anual real promedio del efectivo fue 4,9% (10,8% en términos nominales), superior en 2,2 pp al observado entre enero y junio de 2008.

La disminución en el crecimiento de la reserva bancaria obedeció, en parte, a la medida que adoptó la JDBR para finales de 2008, cuando redujo en cerca de 1 pp el encaje promedio requerido para los establecimientos de crédito. En particular, el encaje requerido para los depósitos a la vista³⁵ se redujo de 11,5% a 11%, y para los CDT y bonos a menos de 18 meses³⁶ pasó de 6% a 4,5%.

³⁵ Cuentas corrientes, cuentas de ahorro, depósitos fiduciarios, depósitos a la vista y repos con el sector real.

³⁶ El encaje requerido promedio para CDT y bonos con plazo superior a 18 meses es 0%.



ii. Fuentes de expansión de la base

Aunque la base monetaria presentó un incremento de 18,2% a finales de junio de 2009, con respecto al mismo período del año anterior, su nivel se redujo en \$1.771 mm frente a diciembre de 2008. De acuerdo con la información del Cuadro 6, las fuentes de suministro de esta liquidez en pesos en lo corrido de 2009 a junio fueron:

- La mayor liquidez otorgada por el Banco de la República en operaciones con el sistema financiero. En particular, el saldo de repos aumentó en \$5.678 mm en junio de 2009, frente a diciembre de 2008, al tiempo que el saldo de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) fue inferior en \$1.459 mm.

Cuadro 6									
Fuentes de la base monetaria, variación trimestral									
(miles de millones de pesos)									
	2007	2008					2009		
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Acumulado	I trim.	II trim.	Ene.-Jun.
I. Gobierno	(2.117)	(4.187)	271	2.936	4.539	3.559	(3.945)	(4.784)	(8.729)
Traslado de utilidades ^a	0	1.415	0	0	0	1.415	0	0	0
Pesos	0	1.415	0	0	0	1.415	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	(2.117)	(5.602)	271	2.936	4.539	2.144	(3.945)	(4.784)	(8.729)
II. TES regulación	(1.161)	(147)	(981)	(0)	616	(513)	(501)	(20)	(520)
Compras definitivas	60	0	0	0	625	625	0	0	0
Ventas definitivas	(660)	(137)	(823)	0	0	(960)	(499)	0	(499)
Vencimiento	(561)	(10)	(158)	(0)	(9)	(178)	(1)	(20)	(21)
III. Operaciones de liquidez del Banco de la República	(1.492)	(1.571)	733	(5.077)	693	(5.221)	1.698	5.438	7.137
Expansión ^b	(1.233)	(1.713)	1.102	(3.439)	193	(3.856)	1.194	4.484	5.678
Contracción	(259)	142	(369)	(1.638)	500	(1.365)	505	954	1.459
IV. Divisas ^c	10.326	505	1.346	2.404	(356)	3.899	(460)	369	(90)
Opciones <i>put</i> para control de volatilidad	1.119	505	422	0	5	932	429	369	798
Opciones <i>call</i> para control de volatilidad	(732)	0	0	0	(535)	(535)	(888)	0	(888)
Opciones de acumulación de reservas		0	798	0	0	798	0	0	0
Subasta compra directa		0	126	2.404	174	2.705	0	0	0
Intervención discrecional	9.939	0	0	0	0	0	0	0	0
Venta de divisas al Gobierno	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V. Otros ^d	(173)	275	454	890	434	2.053	242	190	432
Variación total de la base	5.383	(5.125)	1.823	1.154	5.925	3.778	(2.965)	1.194	(1.771)
Saldo de la base	32.415	27.290	29.114	30.268	36.193	36.193	33.228	34.422	34.422

a/ El 27 de febrero de 2009 las utilidades del Gobierno se giraron en dólares (US\$320,4 m, equivalentes a \$818,6 mm). El 28 de febrero de 2007 las utilidades del Gobierno se giraron en dólares (US\$533 m, equivalentes a \$1.186 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 encuentran, 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.

- Otros factores explicaron una expansión de \$432 mm, entre los que se encuentran principalmente la reducción de los depósitos en pesos en el Banco de la República por operaciones de endeudamiento y portafolio externos, y el efecto neto expansionista de las operaciones del P y G del Banco de la República.

La expansión anterior fue más que compensada por los siguientes factores:

- El aumento en los depósitos del Gobierno en el Banco de la República por \$8.729 mm.
- Las ventas definitivas de TES en poder del Banco de la República por \$499 mm, al tiempo con el vencimiento del saldo por este concepto por \$21 mm.
- Las ventas netas de divisas del Emisor en el mercado cambiario por \$90 mm, resultado de ventas mediante el ejercicio de opciones *call* para el control de la volatilidad por \$888 mm y de compras por medio del ejercicio de opciones *put* para el control de la volatilidad por \$798 mm.

Se observa que esta distribución de liquidez en el mercado primario por parte del Banco de la República durante la primera parte del año fue diferente a lo observado en igual período del año anterior, cuando la principal fuente de expansión de la base monetaria fue la compra neta de divisas en el mercado cambiario, compensada por los mayores depósitos de la Tesorería General de la Nación (TGN) en el Banco de la República, la disminución del saldo de TES en poder del Banco y la menor liquidez otorgada al sistema financiero por medio de los mecanismos de repos de expansión y de DRNCE.

b. Cartera de créditos

Durante los primeros meses de 2009 la cartera continuó desacelerándose, tal como venía ocurriendo desde comienzos de 2008. En particular, la cartera de consumo es la que se ha visto más afectada, registrando en mayo de 2009³⁷ un crecimiento real anual negativo de 1,1%, cifra que es 17,9 pp menor a lo observado un año atrás (16,8%).

Este comportamiento también se observó para el caso de la cartera hipotecaria con y sin titularizaciones, las cuales presentaron una variación real anual en mayo de 6,7% y -0,4%, respectivamente (Gráfico 37). La desaceleración en la dinámica de la cartera responde a un conjunto de factores, entre los que es importante resaltar el menor crecimiento de la economía, el aumento en las tasas de desempleo y la baja respuesta de las tasas de interés de

³⁷ Esta información es tomada de los balances, los cuales se encuentran a mayo de 2009.

Gráfico 37

Crecimiento real por tipo de cartera^{a/}

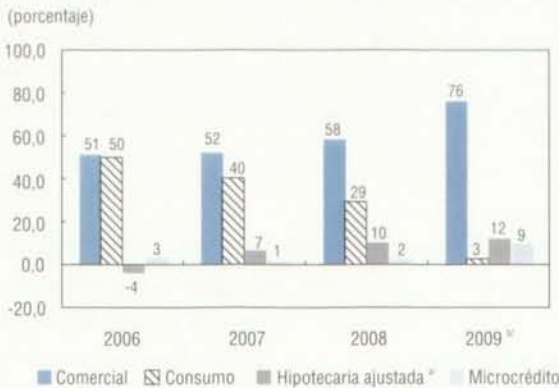


a/ Con IPC sin alimentos.

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

Gráfico 38

Participación en el crecimiento real de la cartera bruta del sistema financiero



a/ Incluye *leasing* y corresponde únicamente a moneda nacional. Las carteras hipotecarias y total se ajustan por titularizaciones.

b/ La información corresponde al promedio enero-diciembre para todos los años, excepto 2009, donde el promedio se hizo para el período enero-junio.

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

consumo. Lo anterior llevó a que la cartera bruta total creciera sólo 8,5% real anual en mayo, 4,6 pp menor a lo observado en el mismo período de 2008. Sin embargo, es importante resaltar la evolución que ha presentado la cartera comercial durante los últimos seis meses, ya que es la modalidad con el mayor crecimiento real anual al pasar de 11,6% en mayo de 2008 a 14,1% en el mismo mes de 2009.

Al analizar la contribución de estas modalidades de crédito al crecimiento real de la cartera total, se observa que mientras que en 2006 y 2007 el aumento en la cartera comercial explicaba la mitad de la variación de la total, esta contribución se incrementó hasta 76% en lo corrido de 2009 a junio. Un comportamiento totalmente diferente presentó la cartera de consumo, cuya participación en el crecimiento total real de la cartera se fue reduciendo paulatinamente desde un valor de 50% en 2006, hasta 3% en el período enero-junio de 2009 (Gráfico 38).

En junio de 2009³⁸ la variación nominal de la cartera bruta total (en moneda nacional,

³⁸ Esta es información semanal del formato 281 reportado por los establecimientos de crédito a la Superintendencia Financiera de Colombia. El último dato disponible corresponde a la semana del 3 de julio de 2009.

incluyendo *leasing* y ajustada por titularizaciones) fue 14,1%. Por modalidad de crédito (incluyendo *leasing*), los crecimientos nominales anuales de las carteras de consumo, hipotecaria ajustada y comercial fueron inferiores a los observados en junio de 2008³⁹, mientras que el microcrédito aumentó a tasas superiores a las del mismo mes de 2008 (Cuadro 7).

Resulta importante resaltar que la disminución en el ritmo de crecimiento de la cartera fue mayor a la desaceleración de la economía, lo que provocó

Cuadro 7						
Cartera bruta del sistema financiero ^{a/}						
	Saldo en miles de millones de pesos, fin de junio ^{a/} de			Crecimiento porcentual anual, fin de junio ^{a/} de		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
A. Moneda nacional sin <i>leasing</i>	95.444	114.995	130.639	28,9	20,5	13,6
Hipotecaria	8.197	9.829	10.152	7,5	19,9	3,3
Consumo	31.245	38.204	39.276	44,5	22,3	2,8
Microcrédito	1.839	2.205	3.516	27,2	19,9	59,5
Comercial	54.163	64.757	77.694	24,9	19,6	20,0
B. <i>Leasing</i> financiero ^{b/}	9.345	11.686	12.861	42,7	25,0	10,1
Hipotecaria	615	920	1.285	198,8	49,5	39,7
Consumo	316	326	346	58,6	3,3	6,0
Microcrédito	0	0	2	n.a.	n.a.	374,5
Comercial	8.414	10.439	11.228	36,9	24,1	7,6
C. Moneda nacional con <i>leasing</i>	104.789	126.680	143.499	30,0	20,9	13,3
Hipotecaria	8.813	10.749	11.438	12,5	22,0	6,4
Consumo	31.560	38.530	39.622	44,7	22,1	2,8
Microcrédito	1.839	2.205	3.518	27,2	19,9	59,6
Comercial	62.577	75.196	88.921	26,4	20,2	18,3
D. Cartera hipotecaria ajustada con <i>leasing</i> ^{c/}	11.764	14.101	16.270	21,1	19,9	15,4
E. Cartera moneda nacional ajustada con <i>leasing</i> ^{c/}	107.741	130.033	148.332	30,6	20,7	14,1
F. Moneda extranjera	5.716	6.577	4.688	15,1	15,1	-28,7
G. Total de la cartera ajustada con <i>leasing</i> (E + F)	113.456	136.610	153.020	29,7	20,4	12,0

n.a. no aplica.

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

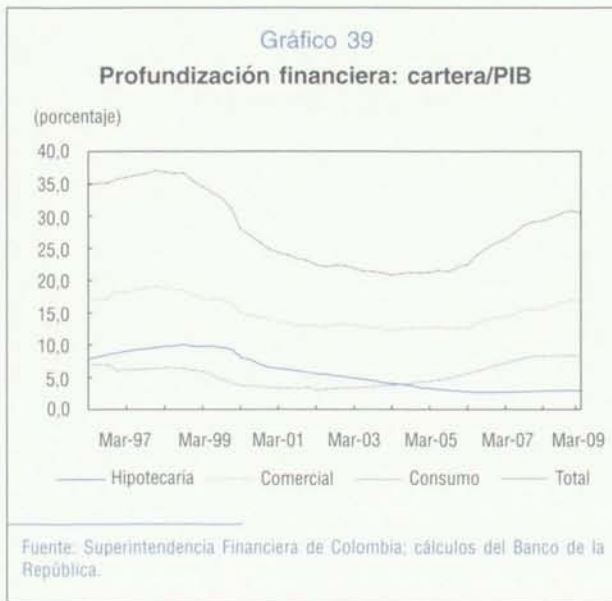
b/ Las cifras de *leasing* financiero solo se tienen disponibles a partir del 30 de enero de 2004.

c/ Ajustada por titularizaciones.

d/ El último dato corresponde al 3 de julio de 2009.

Fuentes: formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia y cálculos del Banco de la República.

³⁹ Para las carteras de consumo, hipotecaria ajustada y comercial, dichos crecimientos fueron 22,1%, 19,9% y 20,2%, respectivamente, a la semana del 4 de julio de 2008. Estos fueron 2,8%, 15,4% y 18,3%, respectivamente, en la semana del 3 de julio de 2009. En esta misma semana, la cartera de microcrédito tuvo un incremento anual de 59,6% vs. 19,9% un año atrás.



una leve disminución en el índice de profundización financiera, medido como la proporción de la cartera al PIB, el cual pasó de 30,9% en diciembre de 2008 a 30,5% en marzo de 2009. Un comportamiento similar se registró para las modalidades de consumo y comercial, con disminuciones de 23 y 16 pb, respectivamente. Cabe anotar que a pesar de este comportamiento, los niveles de estos indicadores son más altos con respecto a los registrados en el período precedente a la crisis de finales de los años noventa (Gráfico 39).



En lo corrido del año, la cartera riesgosa total⁴⁰ registró una ligera disminución en su ritmo de crecimiento, aunque sus niveles continúan siendo históricamente altos. Como se puede observar en el Gráfico 40, en mayo dicha cartera alcanzó una variación de 45,3% real anual, lo que representa una reducción de 1,4 pp con respecto a diciembre del año pasado. Este comportamiento es explicado por la evolución de la cartera riesgosa de consumo,

la cual pasó de aumentar anualmente 41,6%, en términos reales al finalizar 2008 a 23,8% (real anual) en mayo de este año. Sin embargo, es importante recalcar el rápido deterioro que ha venido presentando la cartera comercial, dado que la cartera riesgosa correspondiente a esta modalidad de crédito presenta un incremento real anual de 64,2% en mayo, resultado que es 9,5 pp mayor a lo observado en diciembre de 2008.

⁴⁰ La cartera riesgosa está definida como el conjunto de créditos con calificación distinta de A.

Como resultado del mayor crecimiento que ha tenido la cartera riesgosa relativo al de la cartera bruta, el indicador de calidad de cartera (IC)⁴¹ presentó un deterioro considerable con respecto a diciembre del año anterior. En el caso de la cartera total, el IC pasó de 8,9% al finalizar 2008 a 9,9% en mayo del año en curso (Gráfico 41). Esta reducción en la calidad se ha venido presentando desde finales de 2007 y puede ser explicado principalmente por el deterioro de las modalidades de consumo y comercial, cuyos IC alcanzaron en mayo niveles de 13,3% y 8,2%, respectivamente, cifras que son 1,6 pp y 54 pb superiores a las observadas en diciembre pasado.



Pese al deterioro de la calidad de cartera, la rentabilidad del sistema ha permanecido relativamente estable, pasando de 2,43% en mayo de 2008 a 2,41% en mayo de 2009. La rentabilidad no se ha visto muy afectada, ya que el margen de intermediación se ha incrementado.

En términos de cubrimiento de riesgo de crédito, se observa que las provisiones han crecido en términos absolutos y se ubican en \$7,6 b en mayo de este año (\$6,9 b en diciembre de 2008). Sin embargo, el aumento de la cartera riesgosa ha sido más que proporcional que el de las provisiones, lo que ha ocasionado una disminución en el indicador de cubrimiento de la cartera total, que se ubicó en 51,4% en mayo, 5,1 pp menor a lo registrado un año atrás (Gráfico 42). Este deterioro es explicado por el crecimiento de la cartera riesgosa comercial que no ha sido acompañado por incrementos proporcionales de las provisiones, lo cual causó que su indicador de cubrimiento pasara de 65,9% en mayo de 2008 a 50,6% en el mismo período de este año. Por su parte, la cartera de consumo fue la única modalidad que presentó una mejora significativa de su indicador de cubrimiento, el cual se ubicó en 58,6% en mayo, 7,7 pp superior al observado un año antes.

⁴¹ El indicador de calidad de cartera corresponde a la proporción de cartera riesgosa sobre cartera bruta.

Gráfico 42
Indicador de cubrimiento:
provisiones/carera riesgosa



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

En lo relacionado con la solidez de los intermediarios financieros, se observa que la relación de solvencia durante lo corrido de 2009 (13,5%) se ha mantenido por encima del promedio de la década, alcanzando un nivel de 14,7% en mayo de este año, cifra que es 94 pb superior a lo registrado en diciembre del año anterior. El comportamiento de este indicador sugiere que las actividades de intermediación financiera no se encuentran restringidas por requerimientos de capital.

El *Reporte de Estabilidad Financiera* que será publicado el próximo septiembre presentará un análisis detallado y actualizado de los diferentes riesgos que enfrenta el sistema financiero.

c. Fuentes de financiamiento del sistema financiero y M3

En junio de 2009 la variación anual de la cartera bruta (con *leasing*) en moneda nacional fue del \$25.451 mm (13,7%), y estuvo sustentada casi en su totalidad por el aumento de los depósitos en el sistema financiero, el cual fue de \$25.124 mm (17,8%) (Cuadro 8).

Dentro de los depósitos, se destaca la dinámica de los CDT y bonos, cuyos saldos presentaron aumentos anuales de \$13.099 mm y \$3.098 mm, respectivamente (25,2% y 45,5%). De otra parte, la eliminación del encaje marginal a partir de septiembre de 2008⁴² incentivó nuevamente la captación de recursos mediante las cuentas corrientes y de ahorros por parte de las entidades financieras. De hecho, en junio de 2009 las cuentas de ahorros y las corrientes presentaron crecimientos anuales de 11,1% y 11,6%, respectivamente, superiores a los observados un año atrás. El comportamiento de los pasivos sujetos a encaje (PSE) llevó a un crecimiento promedio anual del M3 de 16,9% en lo corrido de 2009 a junio (10,6% en términos reales) (Gráfico 43).

A mayo de 2009 se observó un crecimiento anual del M3 de 17,2%, liderado principalmente por la variación del agregado del sector privado, la cual fue 17,3% (Cuadro 9).

⁴² Resolución Externa del Banco de la República 05 del 20 de junio de 2008.

Cuadro 8
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito sin FEN

	Saldos (miles de millones de pesos) fin de			Variación anual (miles de millones de pesos)		Variación anual porcentual	
	Jun-07	Jun-08	Jun-09	Jun-08	Jun-09	Jun-08	Jun-09
Activo							
Posición propia de contado ^a	1.740	3.087	3.964	(282)	(2.843)	(0,1)	(0,3)
Reserva bancaria	8.417	9.743	11.469	1.326	1.725	15,8	17,7
OMA pasivas del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	1.160	486	187	(674)	(299)	—	—
Total cartera bruta con <i>leasing</i>	105.023	126.530	143.900	20.471	25.451	20,5	13,7
Cartera bruta	95.699	114.918	131.037	19.220	16.118	20,1	14,0
Cartera neta con <i>leasing</i>	9.325	11.612	12.863	1.252	9.333	24,5	10,8
Inversiones	33.749	35.001	44.333	2.287	1.251	3,7	26,7
Otros netos	(22.531)	(29.025)	(32.489)	(6.494)	(3.464)	28,8	11,9
Total	127.559	145.822	171.364	18.264	25.542	14,3	17,5
Pasivo							
Repos con el Banco de la República	6.205	4.642	5.060	(1.564)	419	(25,2)	9,0
PSE	121.353	141.181	166.304	19.827	25.124	16,3	17,8
Ahorros	54.578	54.847	60.913	269	6.066	0,5	11,1
Cuentas corrientes	17.972	20.003	22.322	2.032	2.319	11,3	11,6
CDT	37.581	52.034	65.133	14.453	13.099	38,5	25,2
Depósitos fiduciarios	3.959	4.431	5.332	472	902	11,9	20,4
Depósitos a la vista	2.002	2.574	2.476	572	(98)	28,6	(3,8)
Bonos	4.922	6.812	9.909	1.890	3.098	38,4	45,5
Repos (<i>TGN + sector real</i>)	339	478	218	139	(260)	41,2	(54,4)
Cédulas	0	0	0	(0)	(0)	(10,9)	(27,9)
Total	127.559	145.822	171.364	18.264	25.542	14,3	17,5

Nota: corresponde al mes monetario.

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

Fuente: Banco de la República.

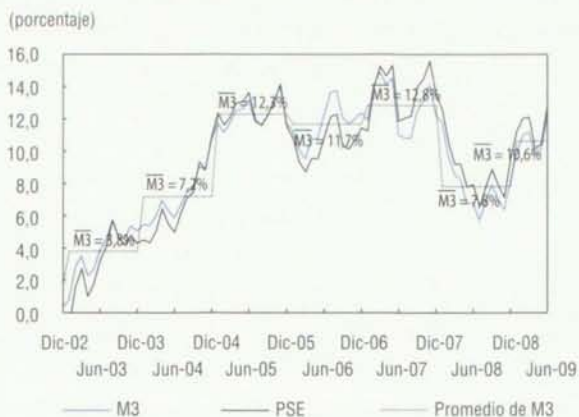
E. Sector externo

1. Evolución de la tasa de cambio

a. Tasa de cambio nominal

Durante el primer semestre de 2009 el comportamiento de la cotización del peso, como el de varias monedas de la región, estuvo determinado principalmente por el cambio en la percepción de riesgo que tenía el mercado sobre cada país, en la medida en que se conocía nueva

Gráfico 43
Agregado amplio M3 real



Fuente: Banco de la República.

Cuadro 9
Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado
(miles de millones de pesos)

	Saldos a mayo		Crecimiento porcentual anual	
	2008	2009	2008	2009
M3 privado	130.343	152.909	17,3	18,1
Efectivo	19.029	21.236	11,6	11,6
PSE	111.313	131.673	18,3	19,3
Cuentas corrientes	13.702	14.840	8,3	5,6
CDT	47.565	61.920	30,2	35,8
Ahorro ^{a/}	41.036	43.060	4,9	2,4
Otros	9.010	11.853	31,6	40,9
M3 público	29.221	32.998	12,9	12,8
Cuentas corrientes	4.966	6.105	22,9	22,0
CDT	3.196	3.992	24,9	69,0
Ahorro	14.397	16.081	11,7	6,6
Otros	6.900	6.820	2,4	2,7
M3 total	159.564	185.907	16,5	17,2
Efectivo	19.029	21.236	11,6	11,6
PSE	140.535	164.670	17,2	17,9
Cuentas corrientes	18.668	20.945	12,2	9,8
CDT	50.761	65.912	29,8	37,2
Ahorro	55.433	59.141	6,7	3,4
Otros	15.672	18.673	19,1	23,8

a/ No incluye los depósitos de la Caja de Vivienda Militar, creada en julio de 2006.

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

información sobre la crisis económica en las economías industrializadas y su impacto sobre los países en desarrollo.

En el primer trimestre del año la profundización de la recesión en las economías desarrolladas, la caída del comercio mundial y el descenso en los precios internacionales de los principales productos básicos, mantuvo en niveles elevados la percepción de riesgo de las economías emergentes y fue el principal factor que explicó la marcada depreciación del peso. Durante el segundo trimestre del año se observaron mejoras en los balances de las entidades financieras más grandes del mundo, se presentó un aumento de la confianza de los hogares y las firmas en los Estados Unidos, se registraron algunos signos de recuperación del comercio internacional en varios países asiáticos y los precios internacionales de los principales productos básicos volvieron a incrementarse. Estas noticias que mejoraban la perspectiva de los países emergentes, unidas a otros hechos internos que se detallarán adelante, explicaron en gran medida la reversión de la tendencia de la tasa de cambio y la apreciación que se registró en el segundo trimestre de 2009.

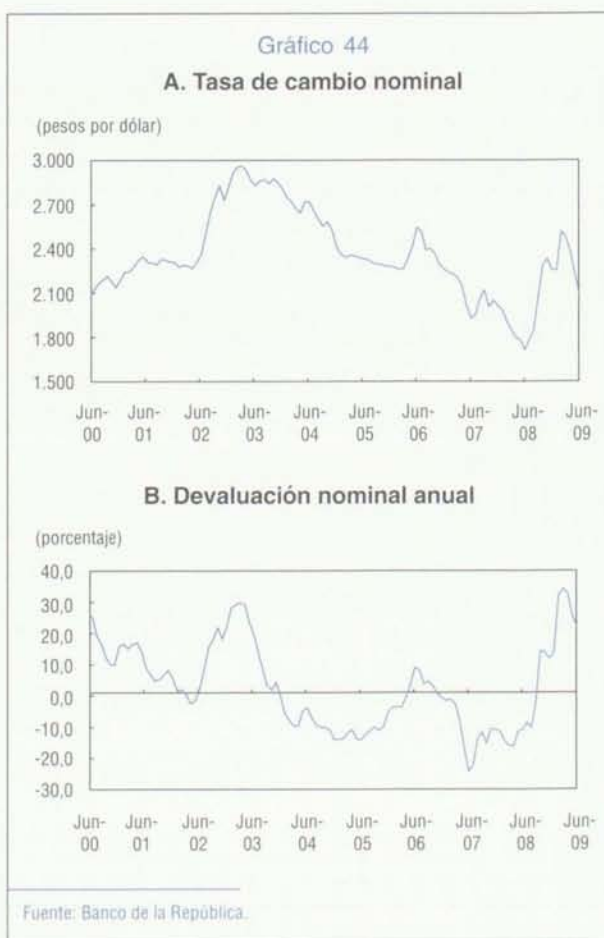
Entre enero y marzo de 2009 las monedas de los principales países latinoamericanos se devaluaron a tasas anuales similares, e incluso superiores a la del peso colombiano. En dicho período Colombia presentó una devaluación anual promedio de 26,3%, Chile 31,5%, México 33,1% y Brasil 33,4%.

La depreciación del peso que se venía observando desde el segundo semestre de 2008 (Gráfico 44) continuó en febrero de 2009, cuando se presentó la mayor devaluación anual del período (34%). Este comportamiento activó en tres ocasiones las subastas de opciones *call* para el control de la volatilidad del Banco de la República. Como resultado, durante los dos primeros meses del año el Banco de la República vendió reservas internacionales por valor de US\$368,5 m mediante este mecanismo (Cuadro 10).

Sin embargo, entre el 1 y el 17 de marzo el nivel de la tasa representativa del mercado (TRM) se redujo en cerca de \$165, lo que llevó al Banco de la República a subastar opciones *put* para el control de la volatilidad por US\$180 m, de las cuales se ejercieron US\$179,9 m (Cuadro 10).

Entre marzo y junio la TRM promedio se redujo \$387,17 (-15,6%), lo que implicó una revaluación año corrido de 7,2%. En ese período el Emisor adquirió US\$359,9 m por medio del mecanismo de opciones *put* para el control de la volatilidad (Cuadro 10). Varios factores llevaron a este cambio en la tendencia del tipo de cambio:

- La mejora en la confianza en las principales bolsas del mundo generó una recuperación de los mercados de renta variable, lo que llevó a que los capitales inversionistas salieran de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y se realizara una *búsqueda de rentabilidad*, enfocada especialmente en aquellas economías en vías de desarrollo que habían sido menos golpeadas por la crisis internacional.



Cuadro 10
Operaciones de compraventa de divisas del Banco de la República

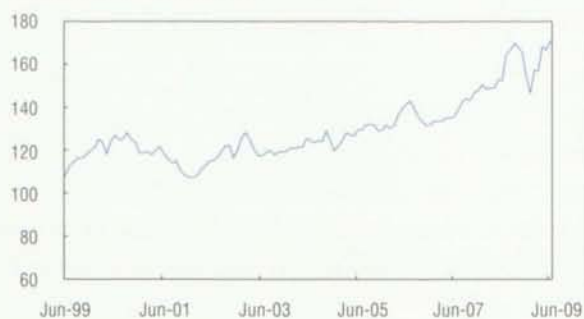
(millones de dólares)

Concepto	2008 acumulado Ene-Dic	2009						Acumulado a junio
		Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	
Compras	2.381,3	0,0	0,0	179,9	0,0	0,0	180,0	359,9
Opciones <i>put</i>	965,5	0,0	0,0	179,9	0,0	0,0	180,0	359,9
Para acumulación de reservas internacionales	450,0	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	359,9
Subastas de compra directa	1.415,8	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
Ventas	234,6	175,0	193,5	0,0	0,0	0,0	0,0	368,5
Opciones <i>call</i>	234,6	175,0	193,5	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	368,5
Gobierno nacional	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	(8,6)

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 45
Términos de intercambio ^{a/}

(media geométrica de 1994 = 100)



^{a/} Calculado con base en el IPP. Se define como el cociente entre el índice de precios de los bienes exportados y el índice de precios de los bienes importados.

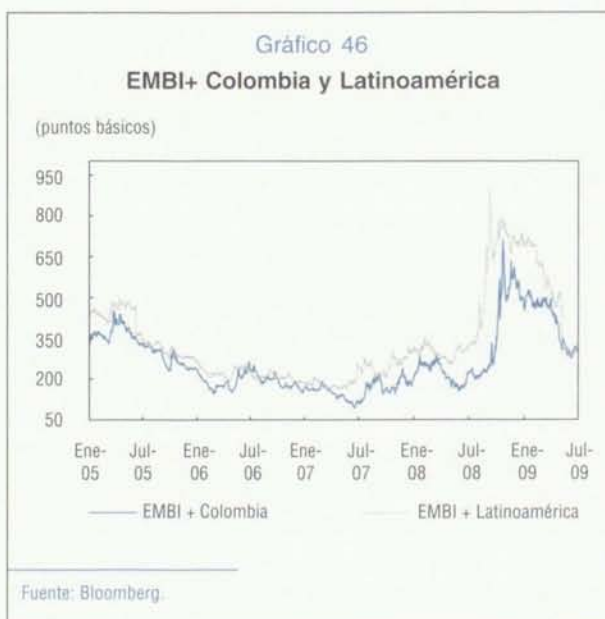
Fuente: Banco de la República.

- Los términos de intercambio, que habían presentado una fuerte caída desde octubre de 2008, llegando en enero de 2009 a niveles que no se observaban desde diciembre de 2007, iniciaron en febrero del presente año una fase de recuperación y a junio alcanzaron niveles similares a los registrados un año atrás (Gráfico 45). Este hecho se explicó principalmente por el incremento de los precios de los productos básicos (sobre todo

de petróleo y café), y por el descenso en los precios de los bienes que importa Colombia.

- Las primas de riesgo asociadas a Colombia disminuyeron acorde con un mejoramiento en las condiciones financieras internacionales y al avance en la confianza inversionista en las economías emergentes (Gráfico 46).

- En el segundo trimestre de 2009 las cifras de la balanza cambiaria muestran que el ingreso neto de divisas por la cuenta de capital y financiera superó en US\$3.557 m al egreso generado por el déficit en la cuenta corriente. Los flujos de inversión extranjera directa que coincidieron con una monetización importante para el pago de impuestos de las empresas del sector petrolero, explicaron parte de este comportamiento. Adicionalmente, las expectativas de revaluación se incrementaron como resultado de grandes anuncios de planes de inversión de algunas empresas del sector real financiados con recursos externos⁴³.



A pesar de que en los últimos meses se presentó una caída en la cotización del dólar, comparando el primer semestre de 2009 con el mismo período del año anterior, el peso colombiano se devaluó en promedio frente al dólar 26,4%. Dicha variación es menor a la observada entre el dólar y monedas como el peso mexicano, el real brasileño y la libra esterlina, las cuales se devaluaron en un 30,4%, 29,3% y 32,6%, respectivamente, y es similar a la devaluación de 25,7% del peso chileno (Cuadro 11). Sin embargo, la depreciación del peso resultó mayor a la que presentaron las monedas de Canadá y Argentina, las cuales se depreciaron entre el 16% y el 20% en el mismo período. Finalmente, la moneda peruana presentó un menor debilitamiento pues se devaluó a una tasa anual del 9%.

b. Evolución de la tasa de cambio real

Como se ha mencionado en informes pasados y en diversas publicaciones del Banco de la República⁴⁴, para medir las implicaciones que tiene el

⁴³ Como por ejemplo los anunciados por Ecopetrol.

⁴⁴ Véase Alonso *et al.* (2008), «Medidas alternativas de tasa de cambio real para Colombia», Borradores de Economía, núm. 514; Huertas *et al.* (2003), «Índice de competitividad colombiana con terceros países en el mercado estadounidense (ITCR-C)», Borradores de Economía, núm. 273; Echavarría y Arbeláez (2005), «Tasa de cambio y crecimiento económico en Colombia durante la última década», Borradores de Economía, núm. 338; consúltese en <http://www.banrep.gov.co/publicaciones/pub_borra.htm>.

Cuadro 11
Tasa de cambio nominal: moneda extranjera frente al dólar

	Variaciones porcentuales anuales promedio		
	2003-2007	2008	A junio de 2009
Colombia	(3,1)	(5,8)	26,4
Venezuela	14,6	0,0	0,0
Ecuador	0,0	0,0	0,0
México	2,6	1,6	30,4
Brasil	(7,2)	(6,6)	29,3
Zona del euro	(7,0)	(6,6)	15,0
Perú	(2,4)	(6,6)	9,0
Japón	(1,1)	(12,3)	(9,0)
Chile	(5,3)	(0,8)	25,7
Canadá	(7,3)	(0,8)	19,7
Inglaterra	(5,5)	8,6	32,6
Argentina	1,0	1,4	15,9

Fuentes: bancos centrales y Banco de la República.

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 la inflación externa e interna en la misma moneda, es un indicador que se puede interpretar como un diferencial de costos de producción de las economías o de cambios en la competitividad. La TCR puede calcularse de manera bilateral frente a cada país con el que se comercia o compete, y puede agregarse en una TCR multilateral que da señales sobre la competitividad del país frente al conjunto de socios comerciales o competidores.

En lo corrido del año a junio de 2009 los índices bilaterales de TCR revelan que, frente a los tres principales socios comerciales (Estados Unidos, Venezuela y Ecuador) y luego de una importante apreciación real en 2007, el peso colombiano ha venido ganando competitividad. En el período enero-junio de 2009 se destacan las devaluaciones reales anuales frente a Venezuela (55,9%) y Ecuador (27,7%) (Cuadro 12).

Entre enero y junio del presente año los índices de TCR multilateral⁴⁵ publicados tradicionalmente por el Banco de la República y el índice que evalúa la competitividad de un grupo de bienes (café, flores, banano y textiles) en el mercado de los Estados Unidos muestran una importante devaluación anual del tipo de cambio real (Gráfico 47). En particular, el ITCR deflactado con IPP muestra una devaluación anual promedio de 13,2%, el ITCR-IPC de

⁴⁵ Calculados frente a los veinte principales socios comerciales de Colombia. La diferencia entre ellos radica en las ponderaciones que se le asignan a cada país y la medida de inflación que se utiliza (IPC o IPP).

Cuadro 12
Tasa de cambio real bilateral: peso colombiano
frente a las monedas extranjeras

	Variaciones porcentuales anuales promedio			
	2006	2007	2008	A junio de 2009
Estados Unidos	2,1	(8,7)	(3,5)	7,3
Venezuela	8,3	3,8	9,1	55,9
Ecuador	0,4	(10,9)	(4,8)	27,7
México	3,9	(9,9)	(7,9)	(0,7)
Brasil	9,8	2,9	6,9	(3,7)
Zona del euro	3,9	(2,9)	(0,3)	2,4
Perú	1,2	(6,5)	2,4	12,3
Japón	(5,8)	(12,4)	4,6	26,8
Chile	9,9	(5,6)	3,0	6,9
Canadá	6,6	(6,4)	(7,7)	(1,9)
Inglaterra	1,2	(2,4)	(12,9)	(8,0)

Fuentes: bancos centrales y Banco de la República.

17,5% y el ITCR de competitividad de 14,9%. Dicho comportamiento ha hecho que la TCR llegue a niveles históricamente altos y se sitúe por encima del promedio de la década de los años noventa y alrededor del promedio de la presente década (Gráfico 48).

Otros índices alternativos de TCR calculados por el Banco de la República, descritos en detalle en el Informe anterior, exhiben niveles superiores a los observados en 2008

(Gráfico 49). Cabe anotar que las medidas alternativas reflejan una menor devaluación (entre 7% y 9% anual para el período enero-mayo de 2009⁴⁶) frente a la calculada a partir del ITCR-IPC, cuya devaluación anual promedio en el mismo período fue del 22%.



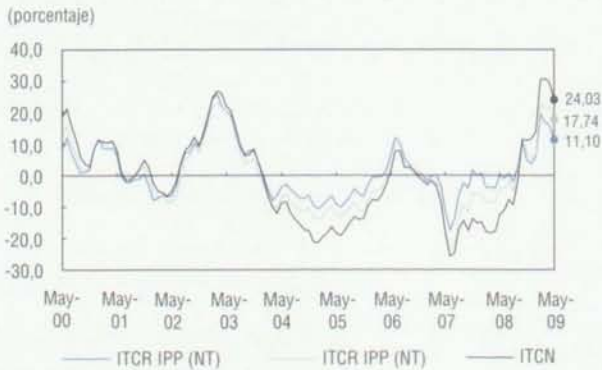
⁴⁶ Última fecha para la cual se disponen datos de los ITCR alternativos.

TASA DE CAMBIO REAL

Cada medida de la tasa de cambio real (TCR) puede desagregarse en dos componentes: i) el índice de tasa de cambio nominal del peso frente a los socios comerciales (ITCN), y ii) el cociente entre los índices de precios externos (IP*) e internos (IP). Esto con el objeto de observar cuál de dichos componentes ejerció más presión sobre la TCR.

Gráfico A

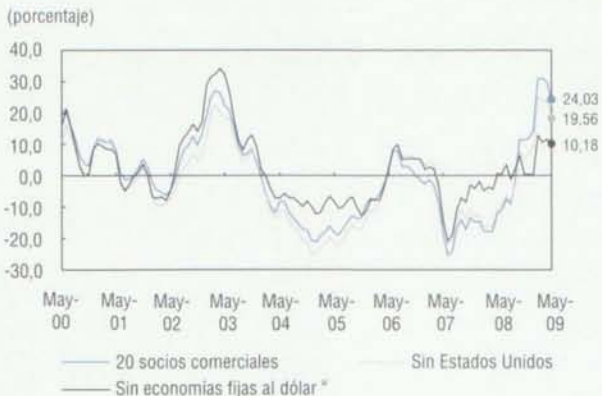
Devaluación real y nominal (variación anual)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico B

Devaluación del ITCN (variación anual)



a/ Estados Unidos, Venezuela, Ecuador y Panamá

Fuente: Banco de la República.

$$ITCR = ITCN \times (IP^*/IP)$$

Como se muestra en el Gráfico A, la devaluación nominal del peso frente a las diferentes monedas (ITCN) fue la que contribuyó para que se diera una depreciación real anual en el primer semestre de 2009. No obstante, es importante precisar que al excluir del cálculo del ITCN a los Estados Unidos, o a aquellos socios con economías dolarizadas o con tipo de cambio fijo al dólar (Ecuador, Panamá y Venezuela), las devaluaciones anuales del peso son menores (Gráfico B).

En cuanto a los precios relativos (IPP*/IPP), el fuerte descenso de la inflación externa medida con el IPP ejerció presiones bajistas sobre las medidas de TCR. Como se muestra en el Gráfico C, dicho comportamiento se

explicó por la deflación en los países industrializados, relacionada con la desaceleración económica observada en dichas economías. Por su parte, la inflación promedio registrada por países en desarrollo, socios de Colombia, se ha desacelerado menos que el IPP de nuestro país, llevando así a un incremento en la competitividad colombiana vía costos frente a dichas economías.

En síntesis, las diferentes medidas de TCR dan evidencia de una ganancia en competitividad generada principalmente por la devaluación del ITCN. Esta situación ha sido más evidente frente a las economías en desarrollo, dado el mejor desempeño de la inflación interna mayorista

Gráfico C
1. Precios relativos
(variación anual)



2. Inflación anual: externa vs. interna

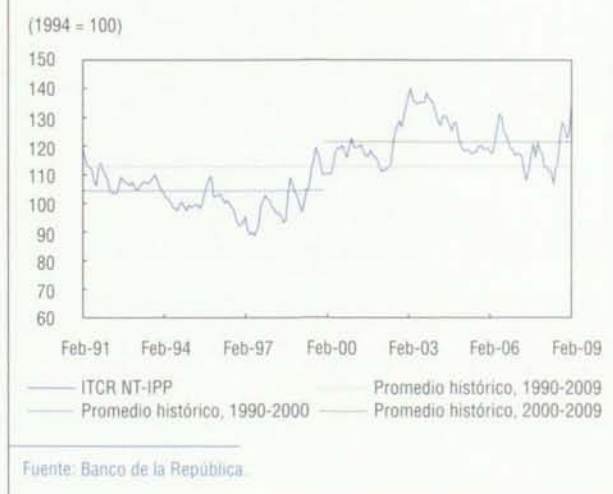


Fuente: Banco de la República.

2. Evolución de la balanza de pagos de Colombia en el primer trimestre de 2009

En el primer trimestre de 2009 se presentó un déficit en la cuenta corriente de 1,9% como proporción del PIB, cifra menor a la observada un año atrás e inferior al promedio registrado en todo 2008. Los menores valores de importación y la reducción en la remisión de utilidades de las empresas multinacionales a sus casas matrices explican gran parte de este comportamiento. El valor de la cuenta de capital y financiera también se redujo, aunque su valor fue mayor al déficit que se presentó en la cuenta corriente. En particular, se

Gráfico 48
Índice de la tasa de cambio real
y promedios históricos



en el mismo período del año anterior. Por su parte, la cuenta de capital y financiera presentó un superávit de US\$1.183 m (2,3% del PIB trimestral), menor en US\$541 m al registrado en el primer trimestre de 2008 (gráficos 50 y 51).

La reducción anual del déficit corriente del primer trimestre de 2009 se explica por una mayor caída de los egresos (-US\$1.496 m) frente a la de los ingresos (-US\$1.239 m) (Cuadro 13).

En dicho período se observaron importantes disminuciones anuales tanto en el valor de las importaciones (-9,4%) como en las utilidades giradas por las empresas con participación de capital extranjero a sus casas matrices o filiales (-24,6%). En el campo de los ingresos los principales descensos anuales se dieron en el valor de las exportaciones de bienes y servicios (-11,1%) y en las entradas por remesas de trabajadores (-4,1%).

En el primer trimestre de 2009 la cuenta de capital también registró un descenso anual en las entradas de divisas, aunque su nivel alcanzado en el trimestre fue más que suficiente para financiar el déficit en la cuenta corriente. En particular, se presentaron menores ingresos asociados con los flujos de deuda externa del sector privado e inversión extranjera directa. Así mismo, se observaron mayores inversiones colombianas en el exterior. El sector privado colombiano redujo, en términos anuales, su endeudamiento externo en US\$619 m, e incrementó sus activos externos por medio del otorgamiento de préstamos e inversiones financieras en US\$909 m. Por su parte, el sector público aumentó su

registró un descenso de la inversión extranjera directa, un menor endeudamiento externo del sector privado y un aumento de las inversiones de colombianos en el exterior. La caída en la cuenta financiera y de capital no fue mayor, gracias al aumento del financiamiento externo del Gobierno.

La balanza de pagos con corte a marzo de 2009 registró un déficit en la cuenta corriente de US\$976 m⁴⁷ (1,9% del PIB trimestral), inferior en US\$256 m al observado

⁴⁷ Corresponde a una estimación del PIB en dólares corrientes elaborada por el Banco de la República con base en información preliminar del DANE.

endeudamiento externo mediante la colocación de bonos y el desembolso neto de préstamos de largo plazo en US\$1.000 m y US\$551 m, respectivamente. El aumento de la deuda externa del país sugiere que para el caso colombiano el efecto de la crisis financiera internacional no ha afectado sustancialmente el acceso a nuevos recursos.

A continuación se describen los principales resultados de la balanza de pagos del primer trimestre.

a. Cuenta corriente

En el primer trimestre del año al déficit de las operaciones corrientes contribuyeron los egresos netos por renta de los factores (-US\$1.837 m) y el déficit de la balanza de servicios no factoriales (-US\$503 m). Lo anterior fue parcialmente compensado por ingresos netos de transferencias corrientes (US\$1.220 m) y por una balanza comercial superavitaria (US\$144 m).

La caída en los egresos corrientes se explica fundamentalmente por las menores importaciones de bienes en US\$773 m, la caída de US\$581 m de los egresos por renta factorial y por la reducción de US\$171 m en las importaciones de servicios. Por su parte, el menor valor de los ingresos corrientes se debió a la

Gráfico 49

Medidas alternativas de la tasa de cambio real

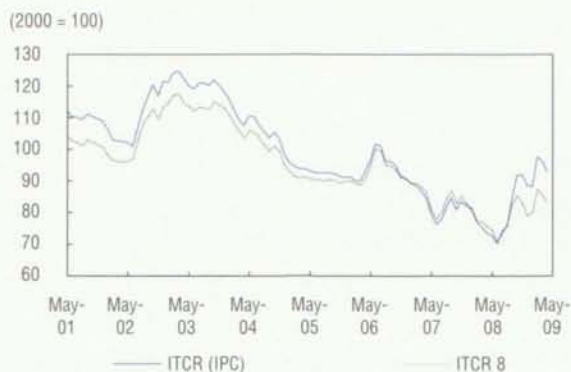
A. Índice de tasa de cambio real de competencia en mercados de exportación de Colombia (ITCR 6) vs. ITCR-IPC



B. Índice de tasa de cambio real de competencia en mercados internacionales (ITCR 7) vs. ITCR-IPC

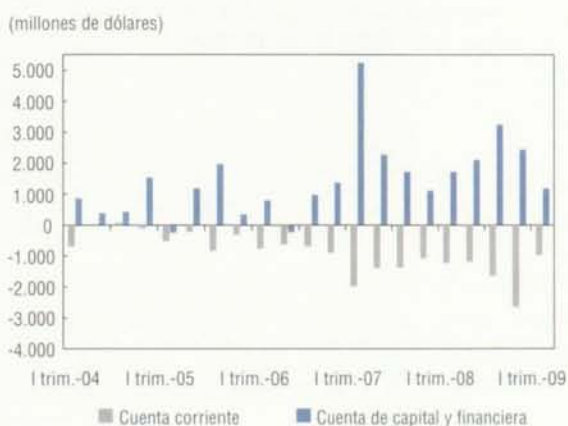


C. Índice de tasa de cambio real de competencia en el mercado interno (ITCR 8) vs. ITCR-IPC



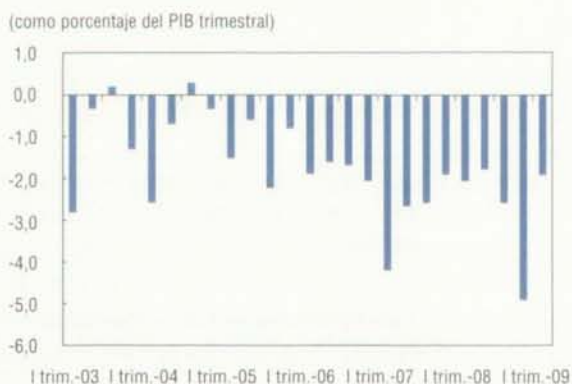
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 50
Cuenta corriente y cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, 2004-2009



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 51
Cuenta corriente trimestral de la balanza de pagos, 2003-2009



Fuente: Banco de la República.

reducción de las exportaciones de bienes por US\$1.072 m, los menores ingresos por renta factorial (-US\$95 m) y por la caída de US\$58 m de los ingresos por transferencias (Cuadro 14).

i. Balanza comercial

En el primer trimestre de 2009 la caída en el comercio internacional y la debilidad en la demanda interna se vieron reflejadas en los menores valores de exportación e importación. La reducción del valor exportado estuvo explicada fundamentalmente por la dinámica de los términos de intercambio originados en la tendencia a la baja de los precios de los productos de exportación, principalmente de petróleo, cuyo principal destino es el mercado de los Estados Unidos. La caída en la demanda mundial también afectó las ventas externas, especialmente las no tradicionales. Por su parte, la reducción de las importaciones se explica, en gran parte, por una caída de la demanda interna de productos para usos intermedios o destinados al consumo.

Durante el primer trimestre de 2009 el superávit en la balanza comercial de bienes de US\$144 m (incluyendo las operaciones especiales de comercio exterior⁴⁸), fue el resultado de un saldo de ventas al exterior por US\$7.754 m y de compras externas por US\$7.610 m⁴⁹. El superávit de este período fue

⁴⁸ Las cuales corresponden a las transacciones de comercio exterior de las zonas francas y las reexportaciones de bienes originadas principalmente en operaciones de comercio exterior bajo modalidad de arrendamiento financiero.

⁴⁹ Cabe señalar que, por metodología de balanza de pagos, el valor de las exportaciones incorpora las reexportaciones asociadas con importaciones bajo la modalidad de arrendamiento financiero, cuya

Cuadro 13
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	I trim. 2008 (pr)	I trim. 2009 (pr)	Variación anual (dólares)
I. Cuenta corriente	(1.232)	(976)	256
Ingresos	11.645	10.406	(1.239)
Egresos	12.877	11.381	(1.496)
A. Bienes y servicios no factoriales	(216)	(359)	(143)
Ingresos	9.827	8.740	(1.087)
Egresos	10.042	9.099	(944)
1. Bienes	443	144	(299)
Ingresos	8.826	7.754	(1.072)
Egresos	8.383	7.610	(773)
2. Servicios no factoriales	(659)	(503)	156
Ingresos	1.001	986	(15)
Egresos	1.660	1.489	(171)
B. Renta de los factores	(2.323)	(1.837)	486
Ingresos	430	335	(95)
Egresos	2.753	2.172	(581)
C. Transferencias	1.307	1.220	(86)
Ingresos	1.389	1.331	(58)
Remesas de trabajadores	1.141	1.094	(47)
Otras transferencias	248	237	(10)
Egresos	82	111	29
II. Cuenta de capital y financiera (a + b)	1.724	1.183	(541)
A. Cuenta financiera (1 + 2)	1.724	1.183	(541)
1. Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)	2.750	3.156	405
a. Activos	384	1.168	784
i. Inversión colombiana en el exterior	384	1.168	784
Directa	384	1.168	784
De cartera	0	0	0
ii. Préstamos	0	0	0
iii. Crédito comercial	0	0	0
iv. Otros activos	0	0	0
b. Pasivos	3.134	4.323	1.189
i. Inversión extranjera en Colombia	2.732	3.525	793
Directa	2.874	2.528	(346)
De cartera	(142)	997	1.139
ii. Préstamos	403	604	201
iii. Crédito comercial	42	149	107
iv. Arrendamiento financiero	(42)	45	88
v. Otros pasivos	0	0	0
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	0	0	0
2. Flujos financieros de corto plazo (b - a)	(1.026)	(1.973)	(946)
a. Activos	798	1.104	306
i. Inversión de cartera	785	(47)	(833)
ii. Crédito comercial	(56)	134	190
iii. Préstamos	(117)	545	662
iv. Otros activos	186	473	287
b. Pasivos	(228)	(869)	(641)
i. Inversión de cartera	(43)	(23)	20
ii. Crédito comercial	(31)	(249)	(217)

contrapartida es la cancelación del pasivo por concepto de arrendamiento financiero. Por este tipo de transacciones en el primer trimestre de 2009 la balanza de pagos reporta US\$146 m de ingresos. Al excluirlas, el superávit comercial de US\$144 m se reduce a un déficit de US\$2,1 m.

Cuadro 13 (continuación)
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	I trim. 2008 (pr)	I trim. 2009 (pr)	Variación anual (dólares)
iii. Préstamos	(183)	(582)	(400)
iv. Otros pasivos	29	(15)	(44)
B. Flujos especiales de capital	0	0	
III. Errores y omisiones netos	154	(196)	
IV. Variación de las reservas internacionales brutas	646	12	
<i>Memo ítem (cifras en millones de dólares)</i>			
<i>I. Saldo de las reservas internacionales brutas</i>	22.138	23.845	
<i>II. Variación reservas internacionales brutas originadas en transacciones de la balanza de pagos</i>	646	12	
<i>III. Valorización de las reservas internacionales</i>	537	(208)	
<i>VI. Variación de reservas internacionales brutas (II + III)</i>	1.183	(197)	
<i>(pr) provisional.</i>			
<i>Fuente: Banco de la República.</i>			

Cuadro 14
Balanza de pagos de Colombia - Cuenta corriente
(millones de dólares)

	I trim. 2008 (pr)	I trim. 2009 (pr)	Variación anual (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	(1.232)	(976)	256
Ingresos	11.645	10.406	(1.239)
Egresos	12.877	11.381	(1.496)
A. Bienes y servicios no factoriales	(216)	(359)	(143)
1. Bienes	443	144	(299)
Ingresos	8.826	7.754	(1.072)
Egresos	8.383	7.610	(773)
a. Comercio general	401	(48)	(450)
i. Exportaciones	8.495	7.330	(1.165)
Tradicionales	4.621	3.644	(977)
Café	589	472	(117)
Petróleo y derivados	2.687	1.525	(1.161)
Carbón	1.095	1.468	372
Ferro-níquel	249	179	(70)
No tradicionales ^{iv}	3.874	3.685	(188)
Sector agropecuario	714	790	76
Sector industrial	2.775	2.454	(321)
Sector minero	385	442	57
ii. Importaciones FOB	8.094	7.378	(716)
Bienes de consumo	1.459	1.399	(61)
Bienes intermedios	3.449	2.727	(722)

Cuadro 14 (continuación)
Balanza de pagos de Colombia - Cuenta corriente
(millones de dólares)

	I trim. 2008 (pr)	I trim. 2009 (pr)	Variación anual (dólares)
Bienes de capital	3.185	3.252	67
b. Operaciones especiales de comercio exterior	42	193	151
i. Exportaciones	331	425	93
ii. Importaciones	289	232	(57)
2. Servicios no factoriales	(659)	(503)	156
Ingresos	1.001	986	(15)
Egresos	1.660	1.489	(171)
a. Exportaciones	1.001	986	(15)
Transporte	309	276	(33)
Viajes	446	474	28
Comunicaciones, información e informática	85	87	2
Seguros y financieros	18	15	(3)
Empresariales y de construcción	106	97	(9)
Otros servicios	37	37	(1)
b. Importaciones	1.660	1.489	(171)
Transporte	704	545	(159)
Viajes	422	432	10
Comunicaciones, información e informática	61	68	7
Seguros y financieros	154	111	(43)
Empresariales y de construcción	229	252	23
Otros servicios	90	81	(9)
B. Renta de los factores	(2.323)	(1.837)	486
Ingresos	430	335	(95)
Egresos	2.753	2.172	(581)
Ingresos	430	335	(95)
1. Intereses	314	204	(110)
Sector público	206	148	(58)
Sector privado	108	56	(52)
2. Utilidades y dividendos	107	123	17
3. Remuneración de empleados	8	7	(2)
Egresos	2.753	2.172	(581)
1. Intereses	901	774	(128)
Sector público	682	559	(123)
Sector privado	219	215	(5)
2. Utilidades y dividendos	1.845	1.391	(453)
3. Remuneración de empleados	7	7	0
C. Transferencias corrientes	1.307	1.220	(86)
Ingresos	1.389	1.331	(58)
1. Remesas de trabajadores	1.141	1.094	(47)
2. Otras transferencias	248	237	(10)
Egresos	82	111	29

(pr) provisional.

a/ Las exportaciones de oro no monetario y esmeraldas se reclasificaron en el grupo de las exportaciones no tradicionales. Esta reclasificación facilita comparar los datos de exportaciones no tradicionales que publica el DANE y los que reporta el Banco de la República en la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

inferior al obtenido un año atrás (US\$443 m) debido a que la reducción anual de las exportaciones por US\$1.072 m (-12,1%), superó la de las importaciones: US\$773 m (-9,2%) (Cuadro 14):

Entre enero y marzo de 2009 el descenso en los precios internacionales de los productos básicos, en particular del petróleo, fue la principal causa del menor valor de las exportaciones tradicionales, las cuales se redujeron en US\$977 m. Esta caída explicó el 83,9% de las menores ventas externas.

Las exportaciones tradicionales sumaron US\$3.644 m, registrando un decrecimiento anual de 21,1% frente a lo exportado en igual período de 2008 (US\$4.621 m). Las exportaciones de petróleo y sus derivados disminuyeron US\$1.161 m⁵⁰, debido, principalmente, a la caída en las ventas hacia los Estados Unidos. Así mismo, las menores exportaciones de café verde (-19,9%), dada la menor producción interna y la baja del precio de exportación del grano, como la reducción en las ventas de ferroníquel⁵¹ (-28,2%) contribuyeron al comportamiento negativo de las exportaciones tradicionales. Por su parte, las exportaciones de carbón, que totalizaron US\$1.468 m, crecieron anualmente 34,0%, debido al aumento de 29,8% en el precio de exportación, y a las mayores cantidades vendidas (1,8%) que se destinan principalmente al mercado europeo.

Las ventas al exterior de productos no tradicionales cayeron en -US\$188 m (-4,9%) debido principalmente a la menor demanda por parte de Venezuela y Ecuador de textiles, productos de la industria química y cuero y sus manufacturas. Durante el primer trimestre de 2009 las exportaciones no tradicionales⁵² se situaron en US\$3.685 m, con un decrecimiento anual de 4,9%. Las exportaciones de productos industriales cayeron anualmente US\$321 m (-11,6%), explicado por los descensos en confecciones (-30,6%), industria química (-11,4%), material de transporte⁵³ (-39%), cuero y sus manufacturas (-22,8%) y madera y sus manufacturas (-51,5%). Por su parte, las ventas externas agropecuarias y mineras destinadas principalmente a Venezuela, Europa y los Estados Unidos totalizaron US\$790 m y US\$442 m respectivamente, registrando variaciones anuales positivas de 10,7% y 14,8%, en su orden.

⁵⁰ El precio promedio implícito de exportación del crudo pasó de US\$89/barril en 2008 a US\$37/barril en 2009.

⁵¹ Explicada por los menores precios implícitos de exportación, que se redujeron de US\$4 la libra a US\$2 la libra en el período de análisis, a pesar del aumento en sus cantidades exportadas, que pasaron de 27 mil toneladas en 2008 a 53.000 toneladas en 2009 (95,7%).

⁵² Las exportaciones de oro no monetario y esmeraldas se reclasificaron en el grupo de exportaciones no tradicionales. Esta reclasificación facilita la comparación de las estadísticas de exportaciones no tradicionales que publica el DANE y las que reporta el Banco de la República en la balanza de pagos.

⁵³ Esto se debió principalmente por la aplicación de las cuotas de importación de automóviles por parte de Venezuela.

En materia de importaciones de bienes, su valor ascendió a US\$7.610 m durante el primer trimestre de 2009, con una variación anual de -9,2% (-US\$773 m). Según la clasificación internacional de comercio por uso o destino económico (Cuode), del total de las compras externas⁵⁴ efectuadas en el período de análisis, el 37% correspondió a bienes intermedios, el 44% a equipo de capital y el 19% a bienes de consumo. El comportamiento de las importaciones se caracterizó por una caída de las compras de bienes intermedios de 20,9%, en particular las de combustibles, productos químicos, farmacéuticos y mineros, y por una disminución de 4,2% de las importaciones de bienes de consumo. Sin embargo, las importaciones de equipo de capital presentaron un incremento anual de 2,1%.

ii. Balanza de servicios, renta de los factores y transferencias

El balance del comercio exterior de servicios en el primer trimestre de 2009 fue deficitario en US\$503 m (1,0% del PIB), menor en US\$156 m al de un año atrás. La disminución de dicho déficit se explica, en su mayoría, por las menores importaciones de servicios de transporte (fletes y pasajes), que cayeron US\$159 m como consecuencia de la reducción de las compras externas de bienes. Por su parte, en cuanto a los servicios empresariales, se destacan los mayores pagos por servicios técnicos contratados principalmente por el sector petrolero, relacionados con la mayor actividad de exploración y explotación desarrollada en los últimos años⁵⁵.

En el período de análisis el rubro *renta de los factores* registró egresos netos por US\$1.837 m, monto inferior en US\$486 m (-20,9%) a lo reportado un año atrás. Dicho comportamiento se explica por una caída anual de US\$453 m (-24,6%) del giro por utilidades y dividendos realizados por empresas extranjeras, en particular por el menor reintegro de utilidades de las empresas multinacionales que exportan petróleo, carbón y ferromniquel, las cuales enfrentaron menores precios de exportación de sus productos en los mercados internacionales. Así mismo, se observaron menores ingresos por concepto del rendimiento de las inversiones colombianas en el exterior.

Por su parte los ingresos netos de *transferencias corrientes*, que ascendieron a US\$1.220 m, presentaron una reducción de 6,7% en el primer trimestre del año. Estas menores transferencias corresponden principalmente a una caída anual de 4,1% (-US\$47 m) de los ingresos por remesas de trabajadores⁵⁶. Por país de origen se destacan los menores ingresos de remesas provenientes de

⁵⁴ Los principales mercados de las importaciones se concentraron en los Estados Unidos, la Asociación Interamericana de Integración (Aladi), la Unión Europea, China, y Japón.

⁵⁵ Cabe anotar que en el valor global del comercio exterior de servicios (exportaciones más importaciones) sobresalen por su participación las actividades relacionadas con transporte, viajes, servicios empresariales y comunicaciones, al generar el 94,8% de los ingresos y el 87,1% de los egresos.

⁵⁶ Estos recursos representaron el 2,2% del PIB y el 10,5% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos.

los Estados Unidos (-9,3%) y Venezuela (-23,4%), mientras que las originadas en la zona del euro aumentaron 6,9%.

b. Cuenta de capital y financiera

Al cierre de marzo de 2009 la cuenta de capital y financiera presentó un superávit de US\$1.183 m, inferior en US\$541 m al obtenido en el mismo período de 2008, cuando la economía colombiana recibió flujos de capital por US\$1.724 m. Las menores entradas netas de capital durante este período estuvieron asociadas principalmente con el descenso de US\$346 m en los flujos de inversión extranjera en Colombia, con el crecimiento de la inversión directa de Colombia en el exterior (US\$784 m) y con las mayores salidas de capital relacionadas con la constitución de otros activos externos (US\$331 m). Por su parte, los ingresos por endeudamiento externo neto crecieron US\$919 m durante el primer trimestre del año (Gráfico 52 y Cuadro 15)



Los ingresos por endeudamiento externo neto crecieron US\$919 m durante el primer trimestre del año (Gráfico 52 y Cuadro 15)

Cuadro 15
Balanza de pagos de Colombia - Cuenta de capital y financiera
(millones de dólares)

	I trim. 2008 (pr)	I trim. 2009 (pr)	Variación anual (dólares)
Cuenta de capital y financiera (A + B + C)	1.724	1.183	(541)
A. Inversión directa (i - ii)	2.490	1.360	(1.129)
i. Inversión extranjera en Colombia	2.874	2.528	(346)
ii. Inversión colombiana en el exterior	384	1.168	784
B. Endeudamiento externo total	(609)	310	919
i. Sector público (a - b)	(246)	1.964	2.209
a. Pasivos	(60)	1.552	1.612
Inversión de cartera	(188)	1.012	1.200
Bonos	(139)	1.000	1.139

Cuadro 15 (continuación)
Balanza de pagos de Colombia - Cuenta de capital y financiera
(millones de dólares)

	I trim. 2008 (pr)	I trim. 2009 (pr)	Variación anual (dólares)
Desembolsos	1.000	1.000	0
Amortizaciones	1.139	0	(1.139)
TES	(49)	12	61
Préstamos	134	551	417
Desembolsos de largo plazo	389	895	506
Amortizaciones de largo plazo	320	246	(74)
Corto plazo	66	(98)	(164)
Crédito comercial	(4)	(10)	(6)
Arrendamiento financiero	(3)	(1)	1
b. Activos	185	(411)	(597)
Inversión de cartera	180	(293)	(473)
Préstamos	6	(118)	(124)
ii. Sector privado (a - b)	(363)	(1.653)	(1.290)
a. Pasivos	63	(611)	(674)
Inversión de cartera	2	(38)	(41)
Desembolsos	6	0	(6)
Amortizaciones	3	38	35
Préstamos	86	(529)	(615)
Desembolsos de largo plazo	686	253	(433)
Amortizaciones de largo plazo	351	297	(54)
Corto plazo	(248)	(485)	(236)
Crédito comercial	15	(90)	(104)
Arrendamiento financiero	(40)	47	86
b. Activos	426	1.042	616
Inversión de cartera	606	246	(360)
Préstamos	(123)	663	786
Crédito comercial	(56)	134	190
C. Otros flujos de capital	(157)	(488)	(331)
Pasivos^{a/}	29	(15)	(44)
Sector público	0	23	23
Sector privado	29	(38)	(67)
Activos^{a/}	186	473	287
Sector público	(66)	24	90
Sector privado	252	449	197
Aportes a organismos internacionales	0	0	0

(pr) provisional.
a/ corresponde principalmente a depósitos en el exterior y a monedas y billetes de otras economías.
Fuente: Banco de la República

Entre enero y marzo de 2009 Colombia recibió US\$2.528 m (5,0% del PIB) por concepto de inversión extranjera directa, monto inferior en US\$346 m a lo observado un año atrás, cuando se recibieron US\$2.874 m. Las principales actividades receptoras de los recursos del exterior fueron la industria petrolera (US\$633 m), minas y canteras (US\$866 m), la industria manufacturera (US\$295 m), el sector financiero (US\$413 m), el comercio (US\$104 m) y el

sector de las telecomunicaciones (US\$122 m). Por su parte, los inversionistas colombianos adquirieron participación accionaria en empresas del exterior por US\$1.168 m, especialmente en actividades relacionadas con la distribución de combustibles y la exploración petrolera en algunos países de la región latinoamericana y los Estados Unidos.

El endeudamiento externo neto de la economía colombiana contabilizó US\$310 m durante el primer trimestre del año, debido a los mayores pasivos externos netos del sector público por US\$1.964 m y a la menor posición deudora neta del sector privado con el resto del mundo por -US\$1.653 m. El sector público incrementó sus pasivos externos en US\$1.552 m, debido a la colocación de bonos por US\$1.000 m en los mercados financieros internacionales y al desembolso neto de préstamos de largo plazo por US\$551 m, otorgados principalmente por la banca multilateral. Adicionalmente, éste constituyó activos en el exterior por US\$411 m, de los cuales US\$293 m correspondieron a inversiones de cartera y US\$118 m a la reducción de operaciones *overnight* por parte de entidades financieras.

Por su parte, los activos externos del sector privado durante el primer trimestre de 2009 alcanzaron US\$1.042 m (un aumento de US\$616 m con respecto al mismo período de 2008), debido a la constitución de préstamos por US\$663 m, a inversiones de cartera por un valor de US\$246 m⁵⁷ y al otorgamiento de créditos comerciales por US\$134 m por parte de los exportadores y las empresas del país a sus compradores externos. Así mismo, el sector privado disminuyó sus pasivos externos en US\$611 m durante el primer trimestre del año, explicado por pagos netos de préstamos directos por US\$529 m y de crédito comercial por US\$90 m.

Finalmente, se presentaron otras salidas netas de capital por US\$488 m dirigidas principalmente a la constitución de depósitos en el exterior por parte del sector privado por un valor de US\$473 m.

c. Reservas internacionales

Al cierre del primer trimestre de 2009 el superávit global resultante de las transacciones de la balanza de pagos generó una acumulación de reservas internacionales brutas de US\$12 m, resultado de ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales por US\$115 m, de ingresos por otras operaciones propias del Banco de la República por US\$85 m y egresos netos de US\$189 m por ventas netas de divisas al mercado (Cuadro 16). Al considerar las desvalorizaciones por precios y tipo de cambio por US\$208 m la variación de reservas brutas asciende a -US\$197 m.

⁵⁷ Esto último se explica en gran parte por la recomposición del portafolio de inversión de los fondos de pensiones.

Cuadro 16
Variación de las reservas internacionales brutas
(millones de dólares)

	I trim. 2008 (pr)	I trim. 2009 (pr)
Variación total de las reservas brutas (A + B)	1.183	(197)
A. Por transacciones de balanza de pagos	646	12
1. Rendimiento neto portafolio de inversión	145	115
2. Compras netas de divisas (a - b):	271	(189)
a. Compras	271	180
Opciones <i>put</i>	271	180
Para acumulación de reservas internacionales	0	0
Para el control de volatilidad	271	180
Subastas de compra directa	0	0
Intervención discrecional	0	0
b. Ventas	0	369
Opciones <i>call</i> para el control de volatilidad	0	369
Intervención discrecional	0	0
Ventas al Gobierno nacional	0	0
3. Otras operaciones del Banco de la República	230	85
B. Otras variaciones	537	(208)
Variación por precio	208	(25)
Variación por tasa de cambio	329	(183)

(pr) provisional.
Fuente: Banco de la República.

Por su parte, el saldo de las reservas internacionales brutas en poder del Banco ascendió a US\$23.845 m al cierre de marzo de 2009. Este monto corresponde a cinco veces el saldo de la deuda externa de corto plazo según el vencimiento original y a 2,4 veces las amortizaciones de la deuda externa que tienen vencimiento residual en un año⁵⁸.

3. Perspectivas de la balanza de pagos para 2009

Para el año 2009 el Banco de la República proyecta que el déficit en cuenta corriente podría estar cercano a US\$6.920 m (3,1% del PIB), explicado por un desbalance comercial. La cuenta de bienes pasaría de un superávit de US\$976 m (0,4% del PIB) en 2008 a un déficit de US\$1.934 m (-0,9% del PIB) en 2009 (Cuadro 17). Esto se originaría no sólo por el deterioro de los términos de intercambio —en particular las cotizaciones internacionales de los precios de productos como el crudo, carbón, ferróniquel, entre otros—

⁵⁸ Se incluye el saldo total de las obligaciones contratadas a un año o menos y las amortizaciones de las deudas adquiridas a un plazo mayor a un año.

Cuadro 17
Balanza de pagos, Colombia

	Millones de dólares				Porcentaje del PIB			
	2006 (pr)	2007 (pr)	2008 (pre)	2009 (proy)	2006 (pr)	2007 (pr)	2008 (pre)	2009 (proy)
I. Cuenta corriente	(2.983)	(5.819)	(6.713)	(6.920)	(1,8)	(2,8)	(2,8)	(3,1)
A. Bienes y servicios no factoriales	(1.797)	(3.203)	(2.165)	(4.024)	(1,1)	(1,5)	(0,9)	(1,8)
1. Bienes	322	(596)	976	(1.934)	0,2	(0,3)	0,4	(0,9)
2. Servicios no factoriales	(2.119)	(2.607)	(3.140)	(2.090)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(0,9)
B. Renta de los factores	(5.929)	(7.847)	(10.063)	(7.573)	(3,6)	(3,8)	(4,1)	(3,4)
C. Transferencias	4.743	5.231	5.514	4.678	2,9	2,5	2,3	2,1
II. Cuenta de capital y financiera	2.890	10.347	9.511	7.011	1,8	5,0	3,9	3,1
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{a/}	3.275	8.128	9.174	2.512	2,0	3,9	3,8	1,1
B. Sector público ^{b/}	(385)	2.218	337	4.498	(0,2)	1,1	0,1	2,0
III. Errores y omisiones	115	186	(160)	(196)	0,1	0,1	(0,1)	(0,1)
IV. Variación de reservas internacionales brutas (metod. FMI)^{c/}	23	4.714	2.638	(105)	0,0	2,3	1,1	(0,0)

(pr) provisional.

(pre) 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.

sino también por la menor demanda de nuestras exportaciones no tradicionales por parte de Venezuela, los Estados Unidos, Ecuador y la Unión Europea. Si bien se calcula un descenso importante en las importaciones totales del país de 14,3%, éste no alcanzaría a compensar la caída proyectada de 21,5% en las exportaciones totales.

De otro lado, se proyecta que el rubro *renta de factores* sea menos deficitario que en 2008 en cerca de US\$2.400 m, reflejando así el menor giro de utilidades por parte de las empresas extranjeras que operan en el país. En el caso de las transferencias corrientes se proyecta una reducción cercana al 15%, explicado principalmente por la caída en el rubro de remesas de trabajadores.

Si bien es claro que la crisis financiera internacional ha generado problemas de liquidez y de acceso al financiamiento externo que limitan los flujos de

capital hacia las economías en desarrollo, aún existe un alto grado de incertidumbre sobre su verdadero impacto en la economía colombiana. A la fecha Colombia no ha experimentado dificultades en el acceso a los mercados financieros internacionales. De acuerdo con la proyección del Banco, el déficit en cuenta corriente proyectado para 2009 estaría financiado, en parte, con los recursos de crédito externo contratados por el sector público, que ascenderán a US\$4.498 m y que serán suministrados por la banca multilateral. De otro lado, se calcula que los recursos que recibirá el sector privado podrían ascender a US\$2.512 m, los cuales incluyen flujos de inversión extranjera hacia proyectos en sectores como el de petróleo, carbón, comercio y comunicaciones entre otros. Estos serían inferiores en más de un 1,5% del PIB a los recibidos en 2008.

El cálculo de la variación de las reservas internacionales brutas para el año 2009 considera, además de su rendimiento, el traslado de utilidades al gobierno por US\$320.4 m y las ventas netas de divisas al mercado mediante el mecanismo de subastas al mes de mayo de 2009.

4. Indicadores de vulnerabilidad externa

La estrategia de acumulación de reservas internacionales adoptada por el Banco reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital del país, las cuales pueden ser provocadas por factores como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis de financiamiento en países vecinos. En este contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales también sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, enfrentar en mejor medida una crisis en los mercados externos.

Adicionalmente, el 11 de mayo de 2009 el FMI aprobó una línea de financiamiento contingente por US\$10.400 m con plazo de un año, el cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo⁵⁹.

Para determinar si las reservas internacionales de un país son suficientes para prevenir y combatir choques externos, se utilizan varios indicadores de vulnerabilidad. Los indicadores más importantes son la razón entre reservas internacionales y agregados monetarios y la razón entre reservas y los pagos de deuda durante los siguientes doce meses. Al comparar las reservas con

⁵⁹ Véase la Nota Editorial de la *Revista Banco de la República* núm. 978, abril de 2009.

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 deuda externa de corto plazo, el cual tiene en cuenta el déficit de la cuenta corriente, indica la capacidad del país de responder a sus obligaciones crediticias con el resto del mundo en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso a la financiación internacional. En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos indicadores pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

El Cuadro 18 presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas durante el periodo de 2003 a 2009 para el caso colombiano. Los indicadores de los grupos A y B se ubican por encima de uno,

Cuadro 18							
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (pr)	2009 (proy)
Saldo							
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a, b}	10.916	13.536	14.947	15.436	20.949	24.030	23.723
Indicadores							
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa							
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	10.068	8.688	13.068	13.189	10.237	10.251	11.015
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del año en curso	1,08	1,56	1,14	1,17	2,05	2,34	2,15
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del siguiente año	1,26	1,04	1,13	1,51	2,04	2,18	2,12
B. Posición adecuada de liquidez externa							
RIN/servicio de la deuda, año corriente	0,87	1,21	0,93	0,96	1,56	1,78	1,66
RIN/servicio de la deuda, año siguiente	0,98	0,85	0,93	1,15	1,55	1,68	1,58
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	0,99	1,41	1,00	0,95	1,30	1,42	1,32
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	1,14	0,91	0,92	0,96	1,23	1,34	1,28
C. Otros indicadores de reservas internacionales							
RIN como meses de importaciones de bienes ^c	9,9	10,2	8,9	7,5	8,1	7,7	8,8
RIN/M3 (porcentaje) ^d	36,3	33,1	30,1	26,1	27,0	29,2	25,8
RIN/PIB (porcentaje) ^e	11,9	11,9	10,3	9,5	10,1	9,9	10,5
(pr) preliminar.							
(proy) proyectado.							
a/ Estimación del saldo de reservas internacionales netas para el año 2009.							
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 2009.							
d/ El saldo de M3 ampliado corresponde a la proyección del año 2009.							
e/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para el año 2009.							
Fuente: estimaciones del Banco de la República.							

nivel recomendado por el FMI. También puede observarse que todos los indicadores de estos grupos han presentado una mejora sustancial en el período. De otro lado, las razones del grupo C se han mantenido estables y están en niveles adecuados. Particularmente, la relación reservas netas sobre importaciones de bienes, una de las medidas más usadas, se estima en 8,8 meses.

Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a otros países de la región se observa que el cociente de reservas sobre PIB se sitúa en un nivel intermedio, cerca de Brasil, Chile y México (Gráfico 53). Se destaca el crecimiento y nivel de esta fracción 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.

Otro indicador de liquidez internacional, como las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, muestran que Colombia tiene una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 54).

En las relaciones de reservas internacionales a amortizaciones, a servicio de deuda y a déficit de cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra indicadores superiores a los de Chile y México, e inferiores a los de Perú y Brasil (Gráfico 55).

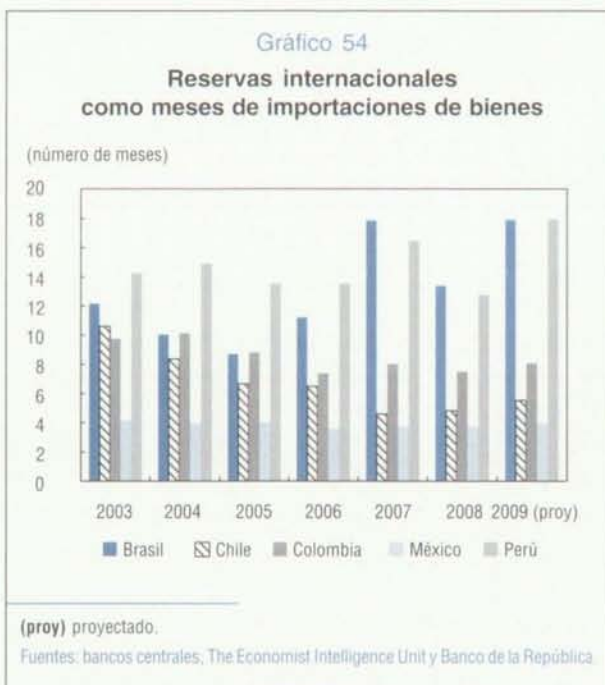
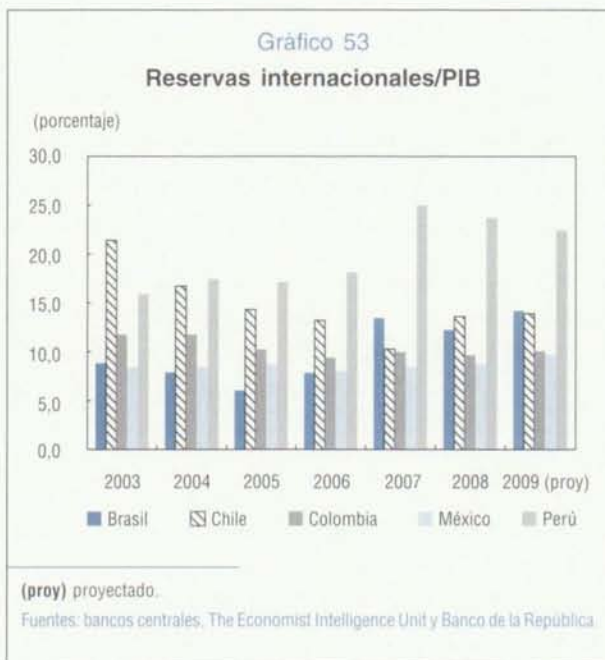
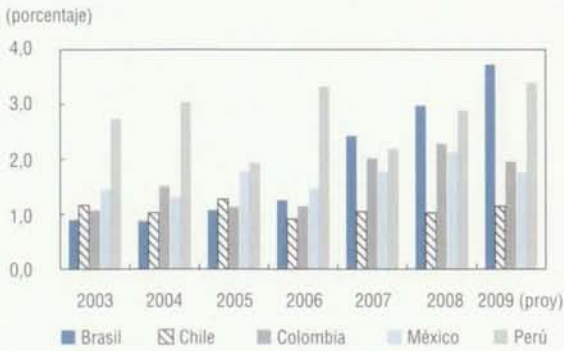
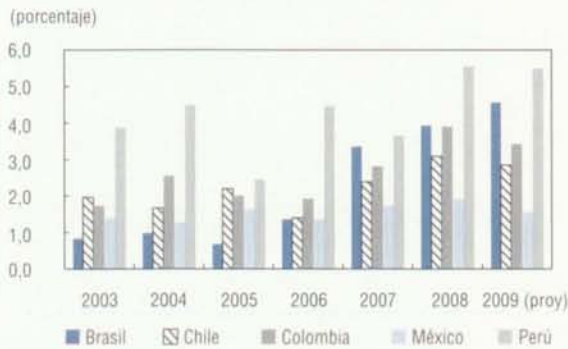


Gráfico 55

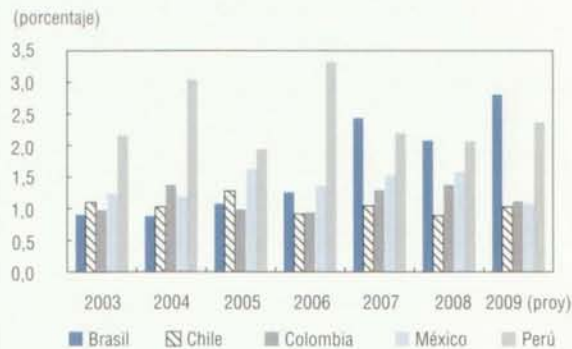
A. Reservas internacionales/amortizaciones



B. Reservas internacionales/servicio de la deuda externa



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



(proy) proyectado.

Fuente: Bancos centrales, EVI y Banco de la República.

F. Política fiscal

1. Resultados finales del primer trimestre de 2009

Al terminar el primer trimestre del año las finanzas del sector público consolidado acumulan un déficit de \$1.277 mm, equivalente a 0,3% del PIB. Frente al superávit de 0,6% del PIB observado en el mismo período de 2008, se evidencia un deterioro de la situación fiscal del país, que era previsible por el efecto de la desaceleración económica sobre los ingresos tributarios del Gobierno nacional central (GNC). Al evaluar los resultados fiscales por sectores, se observa un déficit de 0,6% del PIB en las finanzas del GNC que se compensa con un superávit del sector público descentralizado. Los balances de caja del Banco de la República y de Fogafin registraron una situación prácticamente de equilibrio y los costos de reestructuración financiera alcanzaron el 0,1% del PIB (Cuadro 19).

Las finanzas del GNC registraron una caída de 12,9% en los ingresos y un aumento de 3,1% en los gastos. Los recaudos por impuestos dis-

minuyeron 6,0% y las rentas de capital 52,1%. Los impuestos más afectados por la desaceleración económica fueron los de renta e IVA interno, con reducciones de 0,2% y 3,4%, respectivamente (Cuadro 20). La caída de las rentas de capital se explica en buena parte por el traslado de recursos del

Cuadro 19
Sector público consolidado
Balance fiscal, primer trimestre de 2008 y de 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)	3.841	(253)	0,8	(0,1)
1. Gobierno nacional ^a	(90)	(3.263)	0,0	(0,6)
2. Subtotal sector descentralizado ^b	3.930	3.010	0,8	0,6
Eléctrico	(80)	(29)	0,0	0,0
Emcali	65	9	0,0	0,0
EPM	(247)	(159)	(0,1)	0,0
FAEP	(2.409)	(938)	(0,5)	(0,2)
Resto de entidades	1.732	1.182	0,4	0,2
Seguridad social	2.220	1.946	0,5	0,4
Regional y local	2.649	999	0,6	0,2
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	594	235	0,1	0,0
C. Balance de Fogafin	73	229	0,0	0,0
D. Costo de la reestructuración financiera	(493)	(425)	(0,1)	(0,1)
E. Ajustes	(1.358)	(1.063)	(0,3)	(0,2)
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	2.656	(1.277)	0,6	(0,3)

(pr) preliminar.
a/ La deuda flotante no incluye el cambio en las reservas presupuestales.
b/ No se incluyen los balances de Ecopetrol ni de Isagen e ISA.
Nota: déficit (-) o superávit (+).
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP), que alcanzó US\$375 m frente a US\$1.124 m contabilizados en el primer trimestre de 2008. Es importante anotar que no se registraron ingresos por concepto del impuesto al patrimonio debido a que su recaudo está previsto para el período mayo-octubre.

Con respecto a las cifras de gasto del GNC se observa un aumento de 16,7% en funcionamiento y una caída de 0,8% en intereses de la deuda y de 14,0% en inversión. Los servicios personales crecieron 14,1% y las transferencias 19,0%. Dentro de este último rubro de gasto, los pagos por concepto del sistema general de participaciones (SGP) ascendieron a \$5.689 mm y los giros por pensiones contabilizaron \$4.086 mm. Así mismo, el pago del subsidio al consumo de combustibles, clasificado como transferencia, alcanzó \$778 mm en el trimestre. La caída en el rubro de inversión tiene origen en la menor ejecución de gasto por parte de los ministerios de Defensa y de Agricultura.

Las operaciones de ingresos y de gastos del GNC, junto con los costos de la reestructuración financiera, llevaron a un déficit trimestral de \$3.688 mm.

Cuadro 20
Gobierno nacional central. Balance fiscal,
primer trimestre de 2008 y de 2009

(miles de millones de pesos)

	2008	2009 (pr)	Crecimiento 2008-2009
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	19.892	17.329	(12,9)
A. Tributarios	16.640	15.635	(6,0)
Renta	5.790	5.775	(0,2)
IVA interno	5.679	5.485	(3,4)
IVA externo	2.020	2.210	9,4
Gravamen	981	1.040	6,0
Gasolina	331	310	(6,1)
Gravamen a los movimientos financieros	748	771	3,2
Patrimonio	1.069	11	(99,0)
Otros	23	32	39,0
B. No tributarios	140	96	(31,1)
C. Fondos especiales	232	215	(7,3)
D. Recursos de capital	2.876	1.378	(52,1)
Rendimientos financieros	317	215	(32,3)
Excedentes financieros	192	198	3,1
Otros	2.367	966	(59,2)
E. Ingresos causados	4	4	0,0
II. Gastos totales (A + B + C + D + E) ^{a/}	19.982	20.591	3,1
A. Intereses	2.798	2.775	(0,8)
Externos	1.150	1.073	(6,7)
Internos	1.648	1.702	3,3
B. Funcionamiento	13.455	15.697	16,7
Servicios personales	1.934	2.206	14,1
Gastos generales	830	771	(7,1)
Transferencias	10.690	12.719	19,0
C. Inversión	3.521	3.028	(14,0)
D. Préstamo neto	47	29	(37,6)
E. Pagos causados	161	(937)	(683,8)
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) ^{b/}	(90)	(3.263)	3.537,8
Costo de reestructuración financiera	493	425	(13,7)
IV. Financiamiento (A + B + C + D + E)	583	3.688	532,7
A. Crédito externo neto	291	3.479	1.093,6
Desembolsos	2.881	3.706	28,7
Amortizaciones	2.589	227	(91,2)
B. Crédito interno neto	5.525	7.282	31,8
Desembolsos	8.075	10.322	27,8
Amortizaciones	2.549	3.041	19,3
C. Utilidades del Banco de la República	1.415	819	(42,2)
D. Privatizaciones	23	793	3.354,9
E. Otros	(6.672)	(8.684)	30,2
V. Déficit como porcentaje del PIB	(0,0)	(0,6)	

(pr) preliminar.

n.a. no aplica.

a/ La deuda flotante 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 de éste provino de recursos de créditos interno y externo, del traslado de utilidades del Banco de la República y de la privatización de algunas electrificadoras. El endeudamiento interno neto ascendió a \$7.282 mm, producto de desembolsos por \$10.322 mm y amortizaciones por \$3.041 mm. Las colocaciones de TES de largo plazo ascendieron a \$8.773 mm, de los cuales \$4.342 mm corresponden a operaciones convenidas y forzosas y \$4.431 mm a subastas. Por su parte, el financiamiento externo neto alcanzó \$3.479 mm, con desembolsos por \$3.706 mm y amortizaciones por \$227 mm. El traslado de utilidades del Banco de la República ascendió a \$819 mm y las privatizaciones a \$793 mm, que corresponden a la venta de las electrificadoras de Santander, Norte de Santander y Cundinamarca.

Por otro lado, al igual que en el primer trimestre del año anterior, el superávit del sector público descentralizado se originó en gran parte en el sector de la seguridad social (0,4% del PIB) y en el grupo de entidades territoriales (0,2% del PIB). El FAEP, por el contrario, contabilizó un déficit de 0,2% del PIB, que se explica por la desacumulación de recursos del fondo en favor del GNC, tal como se había ordenado en el Plan Nacional de Desarrollo.

2. *Perspectivas fiscales para el año 2009*

El *Marco fiscal de mediano plazo* de 2009, el cual fue presentado en el mes de junio, prevé un déficit fiscal de 2,4% del PIB para el sector público consolidado, lo que representa un aumento de 0,6 pp del PIB con respecto a la meta de déficit anunciada por el Gobierno a principios del año. Este ajuste tiene origen en la revisión del estimativo anual de ingresos tributarios, por la caída de la actividad económica que se evidenció desde el último trimestre de 2008. Sectorialmente, se estima un déficit de 3,7% del PIB para el GNC y un superávit de 1,4% del PIB para el sector público descentralizado. Para el Banco de la República se proyecta un balance de caja cercano al equilibrio y para Fogafin un superávit equivalente a 0,2% del PIB. Los costos de reestructuración del sistema financiero ascenderán a 0,2% del PIB (Cuadro 21).

Con los estimativos actuales, el GNC registrará un incremento de 7,4% en los ingresos y de 15,4% en los gastos. Se espera un aumento de 6,0% en el recaudo de impuestos y de 21,8% en los ingresos de capital. El impuesto de renta tendrá un crecimiento de 15,1%, gracias al pago de Ecopetrol, que alcanzará 0,8% del PIB frente al 0,4% del PIB observado en 2008. Así mismo, el dinamismo de las rentas de capital se puede atribuir al traslado de utilidades de Ecopetrol, que ascenderán a \$8.003 mm (1,6% del PIB) en gran parte por la bonanza de precios del petróleo observada hasta mediados de 2008.

En cuanto a los gastos del GNC, los intereses crecerán 6,1%, los de funcionamiento 21,4% y los de inversión, por el contrario, caerán 3,3%, debido al

Cuadro 21
Sector público consolidado
Balance fiscal de 2008 y de 2009

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2008	2009 (proy)	2008	2009 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	342	(11.604)	0,1	(2,3)
1. Gobierno nacional	(11.067)	(18.799)	(2,3)	(3,7)
2. Subtotal sector descentralizado	11.409	7.195	2,4	1,4
Eléctrico	500	270	0,1	0,1
Emcall	89	105	0,0	0,0
EPM	(93)	(301)	0,0	(0,1)
FAEP	(1.898)	(988)	(0,4)	(0,2)
Resto de entidades	2.471	899	0,5	0,2
Seguridad social	5.139	4.345	1,1	0,9
Regional y local	5.201	2.865	1,1	0,6
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	1.306	(25)	0,3	0,0
C. Balance de Fogafin	502	890	0,1	0,2
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.270)	(1.085)	(0,3)	(0,2)
E. Ajustes	(1.557)	0	(0,3)	0,0
F. Total sector público consolidado (A+ B + C + D + E)	(678)	(11.824)	(0,1)	(2,4)

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

aplazamiento de algunos programas y proyectos anunciados por el Gobierno nacional a principios del año. Dentro de los pagos de funcionamiento los servicios personales aumentarán 15,1% y las transferencias 24,6%. Los pagos por concepto del sistema general de participaciones ascenderán a \$21.364 mm, con un crecimiento de 13,9%, y los giros por pensiones alcanzarán \$20.403 mm, lo que significa un aumento de 21,3% con respecto a 2008. Como es tradicional desde 2004, dentro estos giros se incluye una partida en favor del Instituto de Seguros Sociales, que en este año alcanzará la suma de \$7.400 mm. Vale la pena señalar que dentro del rubro de transferencias también se contabiliza el subsidio al precio de los combustibles, que asciende a \$4.896 mm (1% del PIB).

El financiamiento del déficit del GNC, cuyo valor alcanzará \$19.884 mm incluyendo los costos de la reestructuración financiera, provendrá de los recursos del crédito, las privatizaciones, y las utilidades del Banco de la República. El financiamiento externo neto alcanzará \$8.388 mm, con desembolsos por \$11.130 mm y amortizaciones por \$2.742 mm. Por su parte, el financiamiento interno neto ascenderá a \$9.357 mm, producto de desembolsos por \$21.979 mm frente a amortizaciones por \$12.623 mm. Es importante anotar que del total de las colocaciones de TES-B programadas

para el año, \$4.000 mm corresponden a prefinanciación del año 2010. Por último, las utilidades del Banco de la República ascenderán a \$818 mm y las privatizaciones a \$4.093 mm.

Con relación al sector descentralizado, las cifras oficiales revelan un superávit de 0,9% del PIB en el sector de la seguridad social y de 0,6% del PIB en el sector público a nivel regional y local. Como se comentó en el informe de la Junta del mes de marzo, el FAEP registrará una desacumulación equivalente a 0,2% del PIB debido al traslado de recursos que deberá efectuar al GNC.

RECUADRO 1

LA INFLACIÓN OBJETIVO AMPLIADA: HACIA UN NUEVO ESQUEMA DE POLÍTICA ECONÓMICA

El desempeño normal de una economía de mercado implica fases cíclicas de auge y caída. Esto ocurre por la naturaleza procíclica de las percepciones de riesgo de los agentes, en un contexto de racionalidad limitada e información imperfecta, y en algunos casos como consecuencia de los choques externos. Las autoridades económicas en general, y los bancos centrales en particular, enfrentan el reto de tener que sortear estas fases de la economía. Estos retos trascienden las simples respuestas a las crisis una vez se manifiestan, pues la banca central tiene la obligación de prevenir crisis más profundas y amortiguar sus efectos al actuar de manera oportuna para que la economía no transite por una senda de crecimiento insostenible. Como se afirma con frecuencia, pero muchas veces no se tiene en cuenta, las semillas de las crisis económicas y financieras se siembran siempre en los períodos de auge.

A la naturaleza procíclica de las economías de mercado se agrega el hecho de que las medidas de política de los bancos centrales se transmiten principalmente a través del sistema financiero¹. Adicionalmente, los bancos centrales tienen responsabilidades de prestamista de última instancia y participan activamente en el desarrollo y funcionamiento de los sistemas de pagos. La tarea de prevención de las crisis por parte de la autoridad monetaria tiene, al menos, tres elementos básicos:

¹ El negocio financiero, por definición, es riesgoso. Los bancos comerciales reciben depósitos de corto plazo mientras prestan a largo plazo. Como contrapartida crean deudas que prometen tener alta liquidez, pero al mismo tiempo poseen pocos activos líquidos. A esto se agrega el hecho de que los mercados financieros presentan fallas en su funcionamiento por la asimetría en la información. El papel de los sistemas financieros, sin embargo, es extremadamente valioso para una economía, porque cumplen el papel de canalizar el ahorro para financiar los proyectos de inversión que se requieren para que se logre el crecimiento económico. No obstante, también requieren de esquemas regulatorios que busquen aliviar las fallas que presentan los mercados financieros.

- La búsqueda y preservación de un sistema financiero que sea estable y cumpla sus funciones básicas de manera eficiente.
- La focalización del banco central en los aspectos macroeconómicos de la estabilidad financiera y, en particular, en las instancias de riesgo sistémico, lo que complementa las labores tradicionales de regulación y de supervisión de las entidades individuales por parte de los entes correspondientes.
- El carácter prudencial de las medidas, buscando evitar la toma excesiva de riesgos y acumular, en el auge, activos que puedan ser utilizados en las destorcidas.

Esto significa que los bancos centrales deben cumplir un rol de carácter macroprudencial. La importancia de que la banca central asuma este papel es una de las lecciones que ha dejado la actual crisis financiera global, en la cual la excesiva exposición al riesgo por parte de los sistemas financieros jugó un papel preponderante². Éste es un nuevo esquema de política monetaria y financiera, que ha comenzado a conocerse como de inflación objetivo ampliada (IOA)³, el cual implica romper con dos de los principios que caracterizaron la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos en el pasado reciente⁴.

El primero es el de suponer que la estabilidad financiera se consigue simultáneamente, y con los mismos instrumentos, a la estabilidad monetaria y de precios. Esto lleva a que la autoridad monetaria responda con ajustes al alza en las tasas de interés sólo cuando existan presiones o desviaciones indeseadas de la inflación al consumidor. En consecuencia, no se actúa frente a burbujas de precios de activos, en parte, también, porque se consideran imposibles de identificar *ex ante*, ni frente a dinámicas crecientes del crédito y los agregados monetarios, o déficits externos. Todos estos elementos, sin embargo, pueden estar indicando la existencia de desequilibrios financieros y pueden requerir de políticas activas por parte de las autoridades económicas.

El segundo es que la acción de la política de los bancos centrales debe ser asimétrica frente a las fases del ciclo económico. Así, en la fase alta del ciclo, siempre y cuando no se

² Esto va mucho más allá de la respuesta de los bancos centrales a las burbujas de precios de los activos, pues éstas son sólo uno de los varios ingredientes que llevan a que las economías con desequilibrios financieros terminen en crisis más graves. Los otros elementos incluyen, por ejemplo, la dinámica del crédito y de los agregados monetarios, así como de las brechas externa y del producto.

³ Una explicación detallada de este esquema se puede consultar en el documento «Respuesta del banco central frente a una crisis financiera global y a una burbuja en el mercado de activos», expuesto en el seminario internacional Más allá de la crisis financiera, el 28 de mayo de 2009 (puede consultarse en www.banrep.gov.co).

⁴ Esquema que sirvió de inspiración al de política monetaria de inflación objetivo, que hoy se aplica en más de veinte países del mundo, entre ellos, Colombia.

observen presiones inflacionarias para el consumidor, no se debería «nadar contra la corriente». No obstante, cuando las cosas cambian y se entra en una fase de rápido deterioro de la economía, se responde agresivamente con descensos pronunciados de las tasas de interés que amortigüen los efectos de la caída. En contraste con esta visión, en la estrategia de IOA la política monetaria responde de forma simétrica no sólo a desviaciones de la inflación proyectada frente a la meta sino también a factores que comprometen la estabilidad financiera.

En los países emergentes el esquema de IOA debe tener en cuenta consideraciones adicionales como los lazos particulares de estas economías con los mercados financieros internacionales, el bajo desarrollo de los mercados financieros locales y las características particulares en los procesos de formación de precios, entre otros. Por ello, además de contemplar la necesidad de aumentar las tasas de interés en contextos en donde no hay presiones inflacionarias evidentes, la estrategia de IOA debe hacer especial énfasis en los aspectos macroprudenciales mencionados y acumular en el auge activos que sirvan de «colchón» para ser utilizados luego en la fase descendente del ciclo económico⁵.

En Colombia la respuesta de política monetaria del Banco de la República en el pasado reciente es ejemplo de la aplicación de un esquema de IOA, con sus particularidades derivadas de la situación del país. Aunque la inflación baja y estable ha sido siempre el eje de la función de reacción de la política monetaria, a partir de abril de 2006 la Junta respondió al fuerte crecimiento del gasto y del endeudamiento (que se estaba alimentando de las cuantiosas entradas de capital extranjero y de un mercado de crédito muy dinámico) con el fin de contener futuras presiones y contribuir a la estabilidad del sistema financiero. Se siguieron tres líneas de acción:

- 1) Se buscó moderar el ritmo de endeudamiento del sector privado restringiendo directamente la toma de riesgos de los agentes y acelerando la transmisión de la política monetaria al crédito y al gasto. Todo con el fin de combatir las presiones inflacionarias y evitar la profundización de desequilibrios financieros. Para lograrlo, junto con el incremento en las tasas de 400 puntos básicos entre abril de 2006 y julio de 2008, se estableció el encaje marginal y se complementó con la reactivación del requisito de depósito sobre los préstamos externos.
- 2) Para desincentivar la toma excesiva de riesgo cambiario por parte de los residentes, se mantuvo la flexibilidad en la tasa de cambio, al tiempo que se acumularon reservas internacionales⁶.

⁵ Por ejemplo, tratar de impedir, aún con medidas de carácter regulatorio, la toma excesiva de riesgo.

⁶ Es posible, también, que la compra de reservas, en particular las realizadas en 2008, hayan combatido la desalineación persistente de la tasa de cambio frente a lo que podría considerarse un nivel de equilibrio. En

- 3) Se tomaron medidas que protegían adicionalmente al sistema financiero de los riesgos cambiario y de contraparte en los mercados de derivados de tasa de cambio. Estas medidas contribuyeron a controlar el crecimiento exagerado del crédito y reforzaron la solidez de los bancos. En Colombia existen normas que exigen fuertes requisitos de capital a las subsidiarias de bancos extranjeros. Este tipo de normas, como sucedió en gran parte de los países latinoamericanos, blindó al país de la transmisión de la crisis de la banca extranjera, impidiendo que se presentaran situaciones tan caóticas como las registradas en la Europa emergente. También en nuestro país existen desde hace varios años normas que limitan los descalces cambiarios y de plazos en moneda extranjera de los intermediarios financieros. Sobre esta base, durante el año 2007 se tomaron medidas complementarias cuando la economía pasaba por una etapa de auge y fuertes entradas de capitales. La Superintendencia Financiera de Colombia instauró los sistemas de administración de riesgo crediticio y elevó las provisiones de los bancos. En 2009, y por sugerencia de esta misma entidad, los bancos y otras entidades financieras reforzaron su solvencia y se prepararon para la fase de contracción del ciclo, haciendo una reserva patrimonial con parte de las utilidades obtenidas en 2009.

De esta forma, de manera conjunta se tomaron medidas que contribuyeron a preservar la estabilidad financiera y de precios. Los resultados de esta serie de medidas monetarias y macroprudenciales han contribuido a minimizar el impacto del choque externo producido por la crisis financiera global. Se logró la contención del excesivo crecimiento del gasto y del endeudamiento, el control de las expectativas de inflación en presencia de fuertes choques negativos de oferta, el límite a los descalces de monedas y plazos, y el fortalecimiento del sistema financiero. Al tiempo, fueron estas acciones las que permitieron que la política monetaria haya podido actuar de manera contracíclica de manera oportuna después del pánico financiero desatado por la crisis *subprime* de los Estados Unidos en agosto de 2007 y, en particular, la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Esto ha sido posible, además, en un ambiente en el cual la tasa de cambio ha flotado libremente, compensando parcialmente los efectos adversos del deterioro de la economía mundial sobre los ingresos por exportaciones y remesas. Igualmente, la tasa de interés de política se ha reducido en 550 pb desde diciembre de 2008, y el encaje marginal y el requisito de depósito sobre el endeudamiento externo fueron desactivados en el segundo semestre de 2008. Todo, gracias a que se adoptaron medidas consistentes con este nuevo esquema de política monetaria.

la misma dirección operó el requisito de depósito no remunerado a los flujos de endeudamiento e inversiones de portafolio (este último, impuesto por el Gobierno nacional). Estas desalineaciones inducen comportamientos de los agentes económicos que llevan a descalces cambiarios en sus balances, al excesivo endeudamiento externo y a la miopía de los consumidores y productores en sus decisiones de consumo e inversión, todo lo cual implica una ineficiente asignación intertemporal de recursos en la economía.

A futuro el Banco de la República y su Junta Directiva seguirán avanzando en la valoración de las medidas de carácter preventivo y de orientación macroeconómica, adoptadas con éxito durante la fase alta del ciclo económico. De la misma forma como el esquema de inflación objetivo tradicional permitió responder y absorber los choques de precios relativos de los años recientes, el nuevo esquema de política de la IOA permitirá dar pasos importantes en la dirección de una estrategia monetaria que contribuya de mejor manera a la estabilidad y la sostenibilidad del crecimiento económico del país.

Para poder seguir avanzando en la dirección deseada se requerirá refinar nuestro marco institucional, dado que la prevención de riesgos sistémicos y la garantía de una economía estable trasciende el alcance de la política monetaria. Esto no necesariamente exige leyes que revisen y limiten funciones, o que introduzcan prohibiciones. Se requiere, ante todo, una buena coordinación entre el banco central colombiano y el Gobierno nacional que permita consolidar los avances alcanzados en materia de estabilidad financiera de la economía, al tiempo que se garantice una inflación baja y estable.

RECUADRO 2

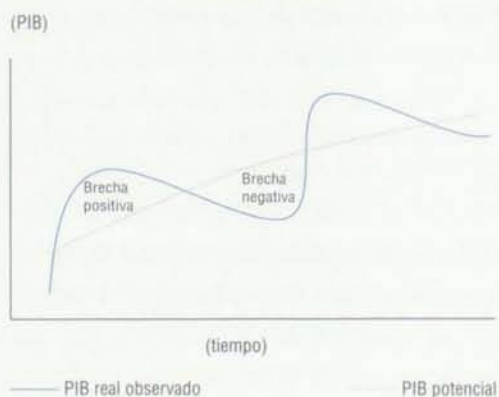
PIB, PRODUCTO POTENCIAL Y BRECHA DEL PRODUCTO

El *PIB nominal* mide el valor de la producción de bienes y servicios de una economía en un período de tiempo. Cuando se descuenta de dicho valor la evolución de los precios se obtiene el *PIB a precios constantes* o *PIB real*, indicador que mide la cantidad de producto que se generó en el mismo lapso de tiempo. Al cambio porcentual de esta última medida se le denomina *crecimiento real de la economía*.

El *producto potencial* se refiere, en su sentido más amplio, a la capacidad máxima que tiene una economía de producir bienes y servicios si todos sus recursos (humano, capital, tecnología) se utilizaran plenamente, sin causar presiones inflacionarias¹. El crecimiento del producto potencial se debe principalmente al aumento de la población, a los mejores niveles de educación, al incremento de la inversión en bienes de capital, a los recursos

¹ Esta es una definición de *producto de pleno empleo*. Una más acorde con la teoría macroeconómica moderna sería pensar en aquel producto que fuera posible si todos los precios y salarios de la economía fuesen flexibles y no existieran rigideces nominales o reales.

Diagrama R2.1
**PIB, producto potencial
 y brecha del producto**



naturales disponibles², y a la mejora de los procesos y conocimientos tecnológicos³. De esta manera este indicador puede entenderse como un concepto económico relacionado con la evolución de las variables reales y con el comportamiento de la oferta agregada en el largo plazo (Diagrama R2.1).

La *brecha del producto* se calcula como la diferencia porcentual entre el PIB real observado y el producto potencial. De esta manera, una brecha positiva refleja presiones inflacionarias de demanda, en la medida en que la economía está generando niveles de producto más allá de aquellos sostenibles en el largo plazo. Por el contrario, una brecha negativa señala que la economía puede crecer más sin que ello implique una inflación mayor. Dentro de los elementos que afectan la brecha del producto se encuentran la evolución del crédito, la confianza de los consumidores y el consumo efectivo que ellos realizan, la confianza de las empresas para realizar proyectos productivos y contratar personal, el gasto público, entre otros.

A pesar de la importancia que tienen los conceptos de PIB potencial y brecha de producto, por ser variables *no observables*, la literatura económica no tiene un consenso sobre la forma como deben calcularse. Por tanto, para obtener una idea sobre la evolución de estas variables es necesario emplear diferentes técnicas estadísticas y econométricas que permiten dar alguna luz sobre su evolución⁴. Adicionalmente, el complejo panorama económico internacional actual hace que las estimaciones de la brecha y el producto potencial presenten mayores niveles de incertidumbre que en otras coyunturas. En particular existen dos elementos que serán de vital importancia para analizar la evolución del producto potencial durante el año actual y el siguiente:

² Su uso racional y aprovechamiento óptimo.

³ Para una introducción a la teoría moderna sobre el crecimiento económico el lector puede referirse a *Economic Growth*, segunda edición, de Robert Barro y Sala-i-Martin, 2003.

⁴ En la actualidad el Banco de la República realiza cinco diferentes estimaciones de la brecha del producto y de su producto potencial implícito.

- *La evolución de los ciclos de inversión de la economía.* 2006 y 2007 fueron años de inversión en Colombia altamente favorables, lo que aceleró el crecimiento potencial. No obstante, la actual coyuntura económica internacional puede generar que los países en desarrollo experimenten mayores costos de financiación, menores flujos de capital y una reducción en la demanda externa, hechos que irían en detrimento de la inversión. De esta forma, en tanto se presente un menor ritmo de actividad económica en el futuro, y si esto va acompañado de una menor inversión, el crecimiento potencial podría desacelerarse.
- *Los efectos de la crisis financiera internacional.* estos pueden ser vistos como un choque de oferta al crecimiento potencial mundial, que tomaría algunos años en recuperarse y al cual Colombia no sería ajeno.

RECUADRO 3 SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

La caída en la demanda como consecuencia de la crisis económica ha puesto a las empresas en una situación difícil. Los indicadores de rentabilidad, liquidez y endeudamiento registraron una tendencia hacia el deterioro en 2008, lo cual ha conllevado a que en el clima de los negocios se refleje un nivel de incertidumbre frente al futuro inmediato.

Según la encuesta de opinión industrial conjunta (EOIC) de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), los empresarios han diseñado estrategias orientadas a aprovechar las oportunidades del momento. Dentro de las principales se encuentran: optimización de costos, inteligencia de mercado y mejora en la innovación y desarrollo de nuevos productos (tanto para el mercado nacional como para el internacional). Así mismo, según la EOIC, la mayoría de las empresas tiene como política para el presente año evitar el despido de personal.

En este recuadro se presenta un análisis de la situación del sector corporativo privado a partir de la información contable reportada a la Superintendencia de Sociedades.

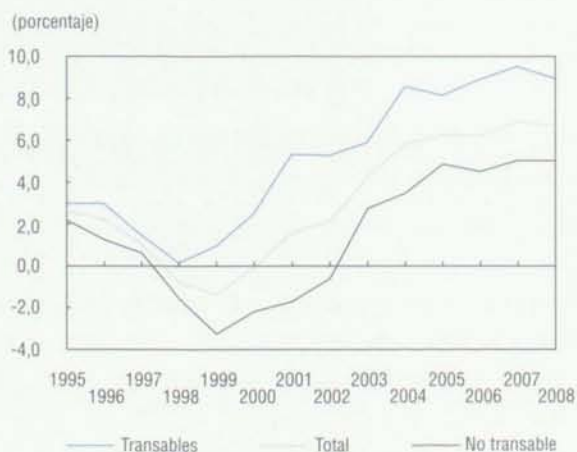
1. Rentabilidad

La rentabilidad del activo (ROA), definida como la utilidad antes de impuestos sobre activos totales, disminuyó entre 2007 y 2008, pasando de 6,9% a 6,7% (Gráfico R3.1). El

ROA de las empresas productoras de bienes transables¹ cayó de 9,5% a 8,9% durante dicho período. No obstante, el comportamiento al interior de este grupo no fue homogéneo; es decir, mientras

que la rentabilidad de los sectores de agricultura e industria se redujo, la de los sectores de pesca y minería se incrementó (Cuadro R3.1). Por su parte, el ROA de las empresas productoras de bienes no transables se mantuvo constante en 5,0%.

Gráfico R3.1
Rentabilidad del activo
(utilidad antes de impuestos/activos totales)



Fuente: Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

2. Liquidez

El indicador de liquidez, medido como la relación entre el activo y el pasivo

Cuadro R3.1
Indicadores financieros
(porcentaje)

	Año	Transable				No transable		
		Agricultura	Pesca	Minería	Industria	Construcción	Comercio	Servicios
ROA	2007	11,2	2,8	36,1	25,0	12,3	36,9	15,0
	2008	10,6	9,0	38,2	22,5	12,4	34,8	16,1
Endeudamiento total	2007	34,9	58,1	40,3	37,7	64,2	57,8	21,3
	2008	34,5	62,4	41,2	40,2	61,8	57,5	22,0
Endeudamiento financiero	2007	13,6	31,8	4,0	13,7	21,0	19,9	7,6
	2008	13,9	31,0	4,0	16,8	20,8	20,9	7,9
Participación del sector ^{a/}		3,0	0,1	7,0	32,4	5,9	16,8	33,9
Número de empresas a 2008		1.440	43	412	4.423	2.045	7.029	6.771

a/ Como porcentaje de los activos totales a diciembre de 2008.

Fuente: Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

¹ Las empresas productoras de bienes transables son aquellas que pertenecen a los sectores de agricultura, ganadería, caza, pesca, explotación de minas y canteras, e industria manufacturera, y las productoras de bienes no transables pertenecen al resto de sectores.

corriente, se ubicó a diciembre de 2008 en 136,0%, lo cual muestra que las empresas analizadas se encuentran en capacidad de cubrir, con sus activos más líquidos, las obligaciones de corto plazo. Este indicador disminuyó en 2,5 pp entre diciembre de 2007 y el mismo mes de 2008, como resultado de un incremento del pasivo corriente (6,8%), mayor al registrado para el activo corriente (8,8%). Contrario al comportamiento observado desde finales de 1998, en diciembre de 2008 las empresas productoras de bienes transables presentaron indicadores de liquidez más bajos (132,6%) que las productoras de bienes no transables (138,6%).

3. Endeudamiento

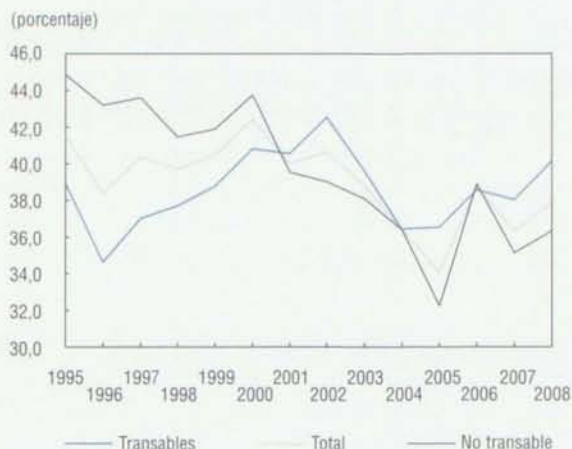
La razón de endeudamiento total, definida como la razón entre pasivos y activos totales, aumentó de 36,3% a 37,9% entre diciembre de 2007 y el mismo mes de 2008 (Gráfico R3.2). Este comportamiento se encuentra explicado por un incremento de las obligaciones financieras tanto de corto como de largo plazos.

Por sectores, las empresas productoras de bienes transables presentaron mayores niveles de endeudamiento en comparación con las productoras de bienes no transables (40,1% frente a 36,3%, respectivamente). Las primeras elevaron su nivel de endeudamiento en 2,1 pp entre 2007 y 2008, mientras que las segundas lo incrementaron en 1,2 pp. El comportamiento del sector transable se explica por los sectores de industria, pesca y minería (Cuadro R3.1);

en tanto que el incremento en el nivel de endeudamiento del grupo de compañías productoras de bienes no transables estuvo explicado por el sector de servicios.

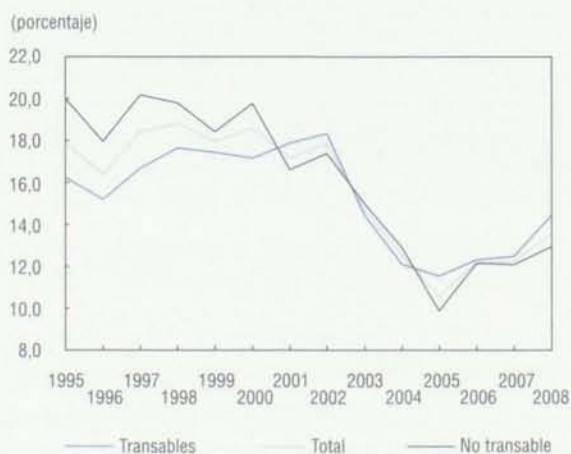
Los resultados de este cuadro se obtienen a partir de una muestra homogénea, constituida por las empresas que reportaron información contable para los años 2007 y 2008, conjuntamente.

Gráfico R3.2
Endeudamiento total
(pasivos totales/activos totales)



Fuente: Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R3.3
Endeudamiento financiero
(obligaciones financieras/activos totales)



Fuente: Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R3.4
Endeudamiento por moneda y plazo



Fuente: Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

El aumento en las obligaciones financieras de las empresas generó un incremento en el indicador de endeudamiento financiero (relación entre tales obligaciones y el activo total), el cual pasó de 12,2% a 13,6% en 2008 (Gráfico R3.3). Para las compañías productoras de bienes transables este indicador se elevó 2,0 pp durante el último año, ubicándose en 14,4%, mientras que para las productoras de bienes no transables lo hizo en 0,9 pp, situándose en 12,9% a diciembre de 2008.

En cuanto a la composición por plazo y por moneda de las obligaciones financieras, entre 2007 y 2008 ganó participación la deuda a corto plazo: a diciembre de 2008 ésta representó 57,2% (56,9% un año atrás). Así mismo, según la clasificación por tipo de moneda, la deuda en moneda legal incrementó su participación de 82,0% a diciembre de 2007 a 89,9% un año después (Gráfico R3.4).

Por grupos, las empresas productoras de bienes transables incrementaron la participación de las obligaciones financieras a corto plazo en 4,1 pp, llegando a 58,7%, mientras

que las empresas productoras de bienes no transables la disminuyeron en 2,8 pp, ubicándola en 55,9% a diciembre de 2008.

Con respecto a la composición por tipo de moneda, el grupo de empresas productoras de bienes transables incrementó la participación de sus obligaciones financieras en moneda legal en 7 pp, situándola en 90,6%, en tanto que el grupo de empresas productoras de bienes no transables lo hizo en 8,5 pp, ubicándola en 89,4%.

4. Exportaciones

Tomando el mismo conjunto de empresas (5.676) que exportaron durante 2006, 2007 y 2008, se registró un incremento en el monto en dólares exportado de 18,7% entre 2007 y 2008 (menor al registrado en 2006: 19,6%) (Cuadro R3.2).

La participación de las exportaciones a los Estados Unidos se incrementó entre 2007 y 2008, de 34,7% a 39,0%; mientras que las dirigidas hacia Venezuela perdieron participación, al pasar de 16,4% en 2007 a 13,4% en 2008 (Cuadro R3.3).

Cuadro R3.2
Exportaciones de las empresas consideradas en la muestra

	Exportaciones		
	2006	2007	2008
Monto (millones de dólares)	23.685	28.330	33.625
Crecimiento (porcentaje)		19,61	18,69

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Cuadro R3.3
Participación de las exportaciones de las empresas de la muestra según destino
(porcentaje)

Año	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Otros
2006	39,82	10,98	5,08	44,11
2007	34,72	16,42	4,42	44,43
2008	39,00	13,44	4,30	43,25

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

5. Importaciones

Así mismo, tomando una muestra homogénea de 13.965 empresas que registraron importaciones para los años 2006, 2007 y 2008, se encuentra que las compras en dólares presentaron un incremento de 19,0% entre 2007 y 2008 (menor al registrado un año atrás: 25,2%) (Cuadro R3.4).

Así mismo, las importaciones provenientes de los Estados Unidos ganaron 2,3 pp de participación entre 2007 y 2008, en tanto que las que vienen de Venezuela continuaron disminuyendo su participación (Cuadro R3.5).

Cuadro R3.4
Importaciones de 13.965 empresas consideradas

	Importaciones		
	2006	2007	2008
Monto (millones de dólares)	23.489	29.416	35.013
Crecimiento (porcentaje)		25,23	19,03

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Cuadro R3.5
Participación de las importaciones
de la muestra considerada según destino

Año	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Otros
2006	36,51	5,16	5,02	53,30
2007	35,52	3,67	5,66	55,15
2008	37,81	2,53	5,22	54,43

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

RECUADRO 4 LÍNEA DE CRÉDITO FLEXIBLE CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El 20 de abril de 2009 la República de Colombia solicitó al Fondo Monetario Internacional (FMI) el acceso a una línea de financiamiento contingente (*Flexible Credit Line* [FCL]) por

aproximadamente US\$10.400 m con plazo de un año. Esta línea fue creada para apoyar a aquellos países cuyos fundamentos económicos e implementación de políticas han sido sólidos, y que necesitan un mecanismo de *seguro* para enfrentar una eventual profundización o extensión de la actual crisis internacional.

La flexibilidad de la FCL está relacionada con su acceso, con plazos de reembolso largos, con el hecho de ser renovable y con su doble uso para necesidades de balanza de pagos efectivas y contingentes (de carácter precautorio). Esta línea de crédito tiene como principal característica la ausencia de condicionalidad, lo cual marca una diferencia significativa con los acuerdos de crédito tradicionales del FMI. Además, tiene por finalidad transmitir una señal de la confianza del FMI en las políticas del país en cuestión y en su capacidad para tomar medidas correctivas.

Una vez aprobados, los préstamos se pueden desembolsar en su totalidad, cuando sea necesario, y no están sujetos a compromisos en materia de políticas, como sucede con los programas tradicionales respaldados por el FMI. De ser utilizados, los recursos harían parte de las reservas internacionales y tendrían su mismo uso. El costo del acuerdo es de 0,267% anual sobre el monto de los recursos disponibles, el cual sería reembolsable si el país lo hace efectivo. La tasa de interés del crédito una vez desembolsado variaría según el plazo de amortización.

El acceso a la FCL reduciría los costos económicos y sociales de un choque externo más intenso o prolongado que el actual. El anuncio en abril, en tanto fue hecho anticipadamente, no vino acompañado de pérdida reputacional, ya que la expectativa de que Colombia fuera un candidato óptimo para acceder al acuerdo redundó en una reducción de la prima de riesgo soberano del país, lo que contribuye a disminuir el costo del endeudamiento externo. Puesto que la línea se otorga a países con fundamentos económicos sólidos, el contar con ella da una señal positiva de que Colombia dispone de recursos y que tiene un manejo económico adecuado. Esto minimiza o atenúa los efectos de «contagio» ante una eventual intensificación de la actual crisis mundial. Finalmente, el acuerdo facilitaría continuar con políticas monetarias y cambiarias contracíclicas, y con la financiación del Gobierno para ejecutar sus gastos.

¹ Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran prudente contar con ellos como un seguro ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

Desde el inicio de la crisis financiera internacional el Banco de la República ha adoptado una serie de medidas para enfrentarla y reducir los riesgos

financieros asociados con la administración de las reservas internacionales. Las medidas se han tomado en cumplimiento del mandato constitucional de manejar las inversiones con estrictos criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Entre las decisiones más importantes adoptadas en 2008, en el *Informe al Congreso* anterior, se destacaron: i) la suspensión de los programas de préstamo de títulos valores con los custodios JPMorgan Chase y Bank of New York Mellon; ii) la suspensión de las nuevas inversiones en títulos respaldados por activos (ABS) y la disminución de la exposición a papeles comerciales respaldados por activos (ABCP)⁶⁰; iii) el aumento en tres niveles de la calificación crediticia mínima para emisores bancarios y corporativos de A- a AA-; iv) el aumento de la participación de los títulos respaldados por las tesorerías de gobiernos de economías desarrolladas, y v) la reducción del plazo promedio de las inversiones (duración modificada⁶¹) de 1,46 a 1,27. Estas disposiciones se explicaron en detalle en el *Informe al Congreso* de marzo de 2009, y en el documento *Administración de las reservas internacionales*, publicado en ese mismo mes.

Las anteriores medidas se han complementado con otras disposiciones adoptadas durante el presente año, orientadas a reducir aún más el riesgo crediticio y el de mercado. En particular, se destacan: i) la suspensión de las inversiones en papeles comerciales respaldados por activos (ABCP); ii) la decisión de liquidar todas las inversiones en títulos respaldados por activos (ABS) antes del 30 de noviembre de 2009; iii) la suspensión del programa de préstamo de títulos valores con el custodio Euroclear, y iv) la reducción adicional en la duración modificada del portafolio. Las medidas adoptadas por el Banco para enfrentar la crisis externa no sólo condujeron a que el país obtuviera una alta rentabilidad en el manejo de sus reservas en los años 2007 y 2008, en la medida en que los bonos de los gobiernos se valorizaron, sino que también llevaron a que la exposición actual de las reservas internacionales a los distintos riesgos financieros sea muy baja. Este último, sin embargo, lleva a que la rentabilidad esperada de la inversión de las reservas sea también baja, si se tiene en cuenta los niveles históricamente bajos que registran las tasas de interés de los principales bancos centrales y la relación directa que existe entre el riesgo y la rentabilidad de las inversiones; es decir, a menor riesgo menor rentabilidad y viceversa.

⁶⁰ Los ABS son títulos cuyos flujos de caja dependen de los pagos recibidos de un *pool* de préstamos (p. e. vehículos, tarjetas de crédito, etc.) y tienden a tener vencimientos superiores a un año. Los ABCP son títulos de tasa fija con vencimientos inferiores a un año, respaldados por un conjunto de activos. Estas dos clases de activos son diferentes a los títulos respaldados por hipotecas (MBS). El Banco suspendió las inversiones nuevas en ABS y ABCP, pero mantuvo las inversiones en MBS respaldados por agencias, ya que estos últimos tienen el soporte efectivo del gobierno de los Estados Unidos.

⁶¹ 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%. De esta manera, una menor duración modificada conlleva a un menor riesgo de mercado.

En el presente capítulo se muestra la situación actual de las reservas internacionales, se explican las medidas adoptadas y su impacto sobre la rentabilidad, y se informa el estado actual de las reclamaciones a Lehman Brothers y a Bank of New York Mellon.

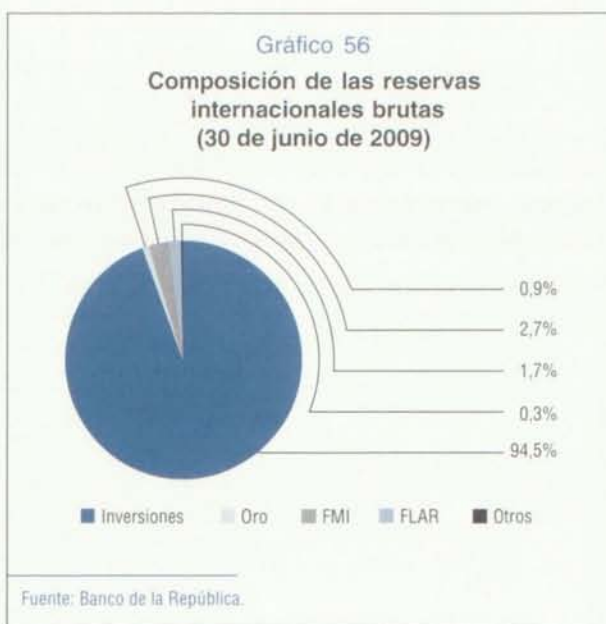
A. Composición de las reservas internacionales

Al 30 de junio de 2009 las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$23.729,0 m y los pasivos externos a corto plazo a US\$5.6 m⁶², con lo cual las reservas internacionales netas alcanzaron US\$23.723,4 m. Frente a diciembre de 2008 las reservas brutas registran una reducción de US\$312 m, descenso que es explicado principalmente por el traslado de utilidades al Gobierno por US\$320 m.

Las reservas internacionales se dividen en cuatro componentes principales: i) el portafolio de inversión en instrumentos financieros en los mercados internacionales (US\$22.416 m, 94,5%); ii) las participaciones en el FMI (US\$647 m, 2,7%) y en el FLAR (US\$393 m, 1,7%); iii) las inversiones en oro (US\$208 m, 0,9%), y iv) los aportes al convenio internacional de Aladi (US\$61 m, 0,3%) (Gráfico 56).

1. Composición del portafolio de inversiones

El Banco de la República ha reducido significativamente la exposición al riesgo crediticio, respondiendo al panorama de crisis financiera internacional. La mayor parte de las inversiones del portafolio de las reservas corresponde a títulos con un alto grado de seguridad emitidos por las tesorerías de gobiernos de economías desarrolladas o por entidades respaldadas por éstas, acuerdos de recompra con la Reserva Federal de los Estados Unidos y títulos emitidos por entidades supranacionales (p. e. Banco Interamericano de Desarrollo [BID], Banco Mundial y Comisión Andina de



⁶² Estos pasivos corresponden principalmente a los montos por pagar en inversiones pactadas.

Cuadro 22
Evolución de la composición del portafolio por emisor

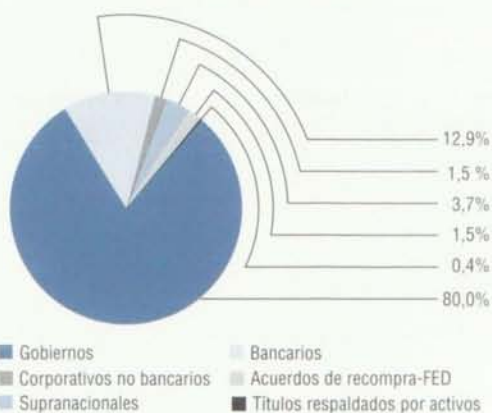
	Junio de 2007		Diciembre de 2008		30 de junio de 2009	
	Composición	Calificación crediticia mínima	Composición	Calificación crediticia mínima	Composición	Calificación crediticia mínima
I. Portafolio de inversión (en millones de dólares)	18.835		22.669		22.416	
Gobiernos (porcentaje)	52,0	A-	80,3	A-	80,0	A-
Bancarios (porcentaje)	30,8	A-	12,6	AA-	12,9	AA-
Corporativos no bancarios (porcentaje)	3,0	A-	0,7	AA-	1,5	AA-
Supranacionales (porcentaje)	2,1	A-	3,5	A-	3,7	A-
Títulos respaldados por activos (porcentaje)	10,9	AAA	1,7	Se restringen nuevas inversiones	0,4	Se restringen nuevas inversiones
Acuerdos de recompra con la FED (porcentaje)	1,1	n.a.	1,3	n.a.	1,5	n.a.
II. Otros ^a (en millones de dólares)	1.164		1.342		1.312	
III. Total de las reservas brutas (en millones de dólares)	19.999		24.041		23.729	

n.a. no aplica.

a/ Incluye oro, aportes al Fondo Monetario Internacional, pesos andinos y convenios internacionales.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 57
Composición de las inversiones por tipo de emisor



Fuente: Banco de la República.

Fomento [CAF]). En conjunto estas inversiones representan el 85,2% del portafolio, porcentaje ampliamente superior al 55,3% observado en junio de 2007, antes del comienzo de la crisis financiera internacional.

El incremento de la participación de las inversiones en gobiernos, en la Reserva Federal de los Estados Unidos y en las entidades supranacionales ha compensado la fuerte reducción de las inversiones en títulos respaldados por activos, títulos bancarios

y títulos corporativos (Cuadro 22 y Gráfico 57). En la actualidad los títulos de deuda bancaria y corporativa de países industrializados representan el

14,4% de las inversiones (frente a 33,8% en junio de 2007), y cuentan con calificaciones crediticias iguales o mayores a AA-. Por su parte, las inversiones en títulos respaldados por activos representan el 0,4% del portafolio (frente a 10,9% en junio de 2007). Estas inversiones deberán ser liquidadas o habrán vencido antes del 30 de noviembre de 2009. La menor participación de este conjunto de instrumentos en el portafolio de inversión obedece a una decisión expresa del Banco para reducir el riesgo crediticio y hacer frente a la crisis internacional.

Para limitar el riesgo crediticio el Banco de la República establece que los emisores de los títulos cumplan unas calificaciones mínimas. Para el caso de los emisores bancarios y corporativos, en 2008 estas calificaciones de largo plazo fueron incrementadas en tres niveles. La calificación de corto plazo⁶³ mínima exigida es A-1/P-1/F-1, ubicándose en el nivel más alto posible. Las calificaciones de largo plazo mínimas exigidas son AA- para emisores bancarios y corporativos, y A- para supranacionales y entidades respaldadas por gobiernos. La calificación mínima de largo plazo exigida por el Banco se ubica al menos tres niveles por encima de la calificación mínima requerida para que una inversión sea considerada grado de inversión⁶⁴.

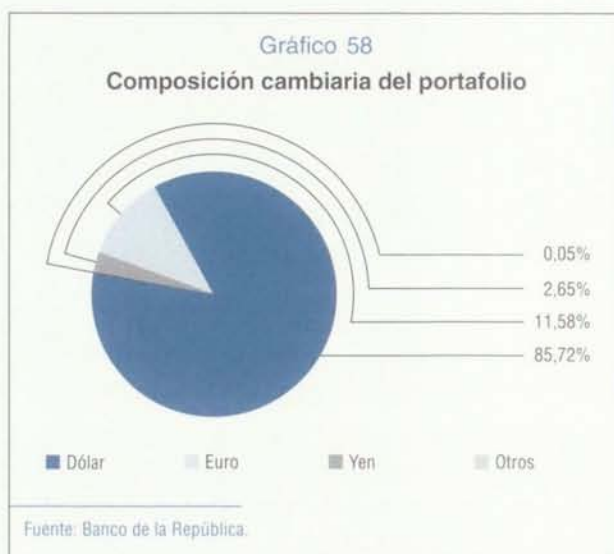
En la actualidad, el 100% de las inversiones de corto plazo del portafolio de inversión tienen la más alta calificación crediticia y el 99,5% de las inversiones de largo plazo tienen calificación AA- o superior, lo cual hace que la probabilidad de incumplimiento por parte de un emisor sea muy baja (Cuadro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

Cuadro 23 Distribución de las inversiones por calificación crediticia			
Inversiones de largo plazo		Inversiones de corto plazo	
Calificación	Participación (%)	Calificación	Participación (%)
AAA	93,2	P-1	100,0
AA+	0,6	Total	100,0
AA	1,2		
AA-	4,4		
A+	0,3		
A	0,2		
Total	100		

Fuente: Banco de la República.

⁶³ Las inversiones con vencimiento inferior a 397 días son consideradas de corto plazo. Las inversiones con plazos mayores se consideran de largo plazo.

⁶⁴ 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



El Gráfico 58 muestra la composición cambiaria del portafolio de inversiones. El Banco de la República establece la composición cambiaria de las reservas como una réplica de los egresos de la balanza de pagos del país. En la actualidad la composición cambiaria objetivo es 85% dólares de los Estados Unidos, 12% euros y 3% yenes. La composición cambiaria actual del portafolio difiere levemente de la objetivo ya que se 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.

En síntesis, en respuesta a la crisis financiera internacional el Banco ha reducido considerablemente el riesgo crediticio del portafolio de reservas, el cual se encuentra invertido, en su mayor parte, en títulos emitidos por gobiernos, la Fed y entidades supranacionales, y con las máximas calificaciones crediticias tanto de largo como de corto plazos.

2. Programa de administración externa

El Banco de la República, al igual que la mayoría de los 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 ha permitido capacitar al personal interno y complementar la información necesaria para adoptar las políticas y el seguimiento de las inversiones realizadas por el Banco internamente.

Las firmas actualmente contratadas en este programa son las siguientes: Barclays Global Investors, Western Asset Management, Deutsche Bank

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.

Advisors, Goldman Sachs Asset Management, Blackrock Financial y Wellington Management (Cuadro 24). En la actualidad estas entidades administran el 35,7% de las reservas internacionales del país con base en lineamientos de inversión claramente definidos por el Banco. Estos administradores fueron seleccionados por sus altos estándares técnicos, y su continuidad en el programa se evalúa periódicamente. Las tres últimas firmas mencionadas han sido contratadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos para manejar varios de los programas implementados para enfrentar la crisis financiera como la administración de algunos activos que pertenecieron a AIG y Bear Stearns, la participación en el programa PPIP⁶⁵ y la compra, hasta finales de 2009, de títulos respaldados por hipotecas (MBS) emitidos por agencias, por un monto de US\$1,25 billones (millones de millones).

El Banco define parámetros para la evaluación de la gestión de las firmas administradoras, los cuales son revisados periódicamente⁶⁶ y, dependiendo del éxito de la gestión, se pueden tomar decisiones tales como modificar el monto administrado o cancelar el contrato.

3. Programas de préstamo de títulos valores

El préstamo de títulos valores es una operación realizada usualmente por los bancos centrales para cubrir los costos de custodia de los títulos e incrementar la rentabilidad de las reservas internacionales. Los bancos centrales facultan a las entidades que custodian los títulos para que los presten, por medio de un acuerdo de recompra. Una amplia explicación del funcionamiento de este

Cuadro 24	
Programa de administración externa del portafolio	
Firma	Monto bajo administración (millones de dólares)
Deutsche Bank Advisors	920
Goldman Sachs Asset Management	2.048
Wellington Management	953
Barclays Global Investors	2.592
Western Asset Management	908
BlackRock Financial Management	1.039
Total	8.460

Fuente: Banco de la República.

⁶⁵ La sociedad pública-privada de inversión (PPIP, por su sigla en inglés) tiene como propósito comprar activos tóxicos de los balances de los bancos.

⁶⁶ Mensualmente se presentan informes al Comité de Reservas, la máxima instancia de toma de decisiones dentro del Banco, con información del desempeño de los portafolios. El horizonte para la evaluación de los administradores externos es de tres años, en la medida en que requiere contar con suficiente información para tomar decisiones de modificación de monto o cancelación de contratos.

programa se encuentra en el documento *Administración de reservas internacionales*, marzo de 2009, publicado por el Banco (http://www.banrep.gov.co/documentos/publicaciones/Reserv_inter/2009/Marzo.pdf). En marzo de 2008 se suspendieron los programas de préstamo de títulos valores con los custodios JP Morgan Chase y Bank of New York Mellon, siendo ésta una de las varias medidas adoptadas para reducir el riesgo crediticio y enfrentar la crisis financiera internacional.

En mayo de 2009, para reducir aún más el riesgo crediticio, el Banco decidió suspender el programa de préstamo de títulos con Euroclear⁶⁷. Este programa era diferente a los que se tenían con JP Morgan Chase y Bank of New York Mellon y representaba un menor riesgo para el Banco, puesto que éste se concentraba en cabeza de Euroclear⁶⁸. Los préstamos que se hacían en este programa eran bajos en relación con los activos custodiados (un promedio mensual de 1,9% o US\$31 m). Sin embargo, el Banco, dentro de su política de intensificación de la reducción del riesgo crediticio, decidió recientemente suspender el programa.

El programa de préstamo de títulos valores con los custodios JP Morgan Chase y Bank of New York Mellon ha disminuido de US\$4.177 m en marzo de 2008 a US\$290 m en el 30 de junio de 2009. Por su parte, el programa de préstamo de títulos con Euroclear asciende a cero.

B. Medidas adoptadas y desempeño de las inversiones

1. Medidas adoptadas en el primer semestre de 2009

Complementando las disposiciones adoptadas durante 2008, el Banco ha tomado durante el presente año medidas adicionales orientadas a reducir aún más el riesgo crediticio y el de mercado del portafolio de las reservas internacionales. En particular, el Banco dispuso:

- a. Suspender las inversiones en papeles comerciales respaldados por activos (ABCP).* En mayo de 2008 el Banco endureció las condiciones para esta clase de inversiones, reduciendo los cupos y haciendo más estrictos los tipos de emisores permitidos. En mayo de este año se decidió suspender definitivamente estas inversiones. En la actualidad el saldo es cero.

⁶⁷ Euroclear le presta al Banco el servicio de custodia de títulos y de liquidación de operaciones para una parte de los portafolios de manejo directo. Es una entidad con un bajo perfil de riesgo que se especializa en el servicio de liquidación de transacciones de títulos, acciones y fondos de inversión. Tiene un rol esencial en los mercados de capitales internacionales al desempeñarse como depositario central de valores. Adicionalmente, ofrece otros servicios relacionados con el mantenimiento de activos como préstamos de títulos. Su calificación crediticia se encuentra en AA+.

⁶⁸ Los títulos prestados estaban respaldados con títulos, y no existían colaterales en efectivo que se pudieran invertir en nuevos títulos. El único riesgo crediticio para el Banco de la República era la insolvencia de Euroclear.

- b. *Liquidar todas las inversiones en títulos respaldados por activos (ABS) antes del 30 de noviembre de 2009.* En abril de 2008 se suspendieron estas inversiones y se decidió que su saldo se fuera reduciendo con los vencimientos. En mayo de este año el Banco decidió agilizar el desmonte de los ABS, de tal forma que a finales del próximo mes de noviembre su saldo debe ser cero.
- c. *Suspender el programa de préstamo de títulos valores con el custodio Euroclear.* Como ya se mencionó, recientemente se suspendió este programa y su saldo actual es cero.
- d. *Reducir la duración modificada del portafolio de 1,27 a 0,51.* En el mes de junio 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, o simplemente porque aumenten las tasas de interés en el mercado. El entorno internacional actual genera un riesgo de mercado considerable para la rentabilidad de las reservas. Cuando las tasas de interés están cerca a 0%, la causación de intereses es mínima y existe la perspectiva de una desvalorización de los títulos, puesto que es muy difícil que las tasas se reduzcan aún más y, por el contrario, hay un margen muy grande para 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 nivel de riesgo de mercado que se puede asumir está afectado por el nivel en que se encuentren las tasas de interés. Cuando las tasas de interés están en un nivel alto, 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. Por ejemplo, si un portafolio tiene una tasa interna de retorno de 5% y una duración modificada de 2, un aumento de 1% en las tasas en un año haría que la rentabilidad del portafolio fuera aproximadamente 3% (5% por causación de intereses y -2% por valorización). No obstante, otro portafolio con la misma duración modificada de 2, pero con un retorno de 1%, tendría una rentabilidad de -1% frente al mismo movimiento de la curva.

Dado el bajo nivel actual de las tasas de interés externas, el Banco decidió reducir el riesgo de mercado de las inversiones. Hasta el 30 de junio la duración modificada del portafolio de inversiones era 1,27, lo cual

implicaba que las reservas podrían perder US\$280 m si las tasas de interés externas aumentaran 1%. Para disminuir este riesgo, al próximo 31 de julio el Banco habrá reducido la duración modificada del portafolio a 0,51, con lo cual las pérdidas potenciales por el mismo movimiento de la curva de rendimientos se reducirían a US\$113 m. Aunque se espera que la rentabilidad de las reservas sea baja con una menor duración, la nueva composición del portafolio de inversión permitirá que la probabilidad de tener retornos negativos en doce meses se reduzca a 5% frente a una probabilidad estimada de 29% antes de la adopción de la medida. La reducción de la duración tiene costos en términos de una menor rentabilidad, pero protege al Banco ante la eventualidad de que se registren pérdidas por la materialización del riesgo de mercado.

2. Desempeño proyectado

La rentabilidad de las reservas depende principalmente de tres factores: los intereses recibidos por las inversiones, la valorización o desvalorización de los títulos y el comportamiento de las tasas de cambio del euro, el yen y otras monedas frente al dólar. En el *Informe al Congreso* de marzo de 2009 se anticipó una disminución significativa de los rendimientos de las reservas para el presente año. La menor rentabilidad observada y esperada obedece a tres factores:

- La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo crediticio más conservador, es decir, con una mayor proporción de títulos de gobiernos de países industrializados, implica recibir una rentabilidad inferior a la ofrecida por títulos con mayor riesgo crediticio.
- Las tasas de interés en los Estados Unidos, Europa y Japón se encuentran en niveles históricamente bajos por la crisis y la decisión de los bancos centrales de relajar la política monetaria para enfrentarla. La tasa de fondos federales, instrumento de política de la Fed, se ubica en un rango de 0% y 0,25%; la tasa de referencia del Banco Central Europeo se encuentra en 1% y la del Banco de Japón en 0,1%. Esto se traduce en bajos rendimientos por causación de intereses para las inversiones de las reservas.
- El aumento reciente de las tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos ha afectado negativamente el valor del portafolio, dada la relación inversa existente entre las tasas de interés y los precios de los activos. El mercado anticipa que la Fed aumentará sus tasas de interés en el futuro, lo cual ha provocado el incremento de las tasas de los bonos. Esta tendencia ha sido reforzada en momentos en los que se ha reducido la aversión al riesgo y los inversionistas han sustituido la demanda de títulos del gobierno de los Estados Unidos por activos de mayor riesgo. Adicionalmente, las mayores necesidades de financiación del gobierno de los Estados Unidos a causa del alto déficit fiscal y el

aumento en las expectativas de inflación en el futuro contribuyen a explicar el movimiento reciente de las tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (Gráfico 59). Para reducir la exposición al riesgo de mercado el Banco redujo la duración modificada del portafolio de reservas, tal como se explicó.

Para el año 2009 se proyecta un rendimiento de US\$124,1 m, 0,52%.

Como se aprecia en el Cuadro 25, la rentabilidad proyectada para el presente año es inferior a la obtenida en los últimos tres años por las razones expuestas, y similar a la obtenida en los años 1999 y 2005, en los cuales se registraron devaluaciones del euro frente al dólar y aumentos de las tasas de interés en los Estados Unidos.



C. Estado de las reclamaciones de los eventos crediticios

Como se detalló en el pasado *Informe al Congreso* del mes de marzo y en el documento *Administración de las reservas internacionales* publicado ese mismo mes, a finales de 2008 se presentaron dos eventos crediticios: un título de Lehman Brothers por US\$2,7 m y un título de Sigma Finance por US\$20 m en el programa de préstamo de títulos administrado por Bank of New York Mellon. Estos eventos se dieron en el marco de condiciones extremas que experimentaron los mercados internacionales en ese año.

En el documento *Administración de las reservas internacionales* y en los distintos debates realizados en las comisiones III de ambas Cámaras, el Banco explicó cómo su actuación ante los eventos crediticios mencionados fue diligente y se enmarcó dentro del marco legal vigente. Es sabido que las decisiones de inversión siempre se toman con incertidumbre, es decir, no existe certeza del rendimiento que se va a obtener en una inversión particular o si el emisor de un título va a honrar su compromiso. Por esa razón, el Banco de la República tiene establecidas una serie de directrices y procedimientos para evaluar los riesgos de las inversiones de las reservas internacionales, usando la información disponible en cada momento del tiempo. Al igual que otros bancos centrales e instituciones financieras de primera línea, el principal mecanismo que se utiliza para medir el riesgo crediticio de las

Cuadro 25
Rentabilidad de las reservas internacionales

	Millones de dólares	Tasa de rendimiento anual (porcentaje)
1992 ^a	319,3	4,5
1993 ^a	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 (proy)	124,1	0,5

^a/ Datos de la balanza cambiaria.
Fuente: Banco de la República.

inversiones son las calificaciones de las agencias especializadas. En relación con los contratos realizados con los administradores externos y en el programa de préstamo de títulos, se establecen obligaciones precisas para que sean los agentes externos, como administradores fiduciarios expertos, quienes realicen esta gestión de seguimiento.

Cuando el administrador externo Blackrock, uno de los más grandes del mundo y contratado recientemente por la Reserva Federal para la administración de los activos comprometidos en la crisis, hizo la inversión en Lehman Brothers, el título tenía calificación de A+, mientras que Sigma tenía una calificación crediticia de largo plazo de AAA y de corto plazo A1+ (Standard & Poors). Al momento de la cesación de pagos ambas inversiones mantenían los niveles mínimos definidos por el Comité de Reservas. En efecto, el título de Lehman contaba con una calificación de A y el de Sigma con una de largo plazo de A y de corto plazo A1 (Standard & Poors).

El seguimiento del Banco de la República a la calificación de las inversiones se hizo diariamente y, en el caso de Sigma, en la medida en que la información era más limitada, se realizó de manera permanente con el Bank of New York Mellon. Esta entidad siempre afirmó tener buena información con respecto a Sigma y repetidamente indicó al Banco que la inversión era segura. Las calificaciones crediticias de la inversión y la información suministrada al Banco por el Bank of New York Mellon hicieron que no se modificara la

política de esperar hasta el vencimiento de la inversión, definida en el momento de suspender el programa de préstamo de títulos en marzo de 2008. La cesación de pagos ocurrió el 30 de septiembre y el vencimiento del título era el 31 de octubre del mismo año.

Como ha sido informado al Congreso y a la opinión pública, el Banco de la República presentó una demanda 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. ante la Corte Suprema del Estado de Nueva York. De acuerdo con la revisión integral practicada por el Banco con la asesoría de una firma auditora especializada y de la firma de abogados Crowell & Moring, dichas entidades, en desarrollo del contrato de Préstamo de Títulos, violaron las obligaciones encomendadas por el Banco de la República. La acción legal presentada viene surtiendo de manera normal los procedimientos de la legislación estadounidense. Los abogados externos han informado que no se tendrá una decisión de primera instancia antes de dos años.

Así mismo, el Banco se encuentra adelantando las gestiones legales necesarias para la recuperación de la inversión de US\$2,7 m en Lehman Brothers, dentro del proceso de concurso de acreedores. En el trámite de reestructuración definido en el capítulo 11 del Código de Comercio de los Estados Unidos, el deudor 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. Dicho plan será presentado en el mes de marzo del año entrante. La firma de abogados Morrison & Foerster LLP está representando al Banco en el proceso de reclamación.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Conforme se indicó en el *Informe al Congreso* presentado en el pasado mes de marzo, para finales de 2009 se proyecta un resultado operacional negativo, explicado por una fuerte contracción de los ingresos que supera ampliamente la disminución esperada de los egresos.

Los ingresos caen básicamente porque el rendimiento de las reservas internacionales va a ser inferior al obtenido el año anterior. De una parte, las tasas de interés en los Estados Unidos, Europa y Japón se encuentran en niveles históricamente bajos, lo que se traduce en menores rendimientos por causación de intereses para las inversiones de las reservas. Adicionalmente, se ha presentado un aumento reciente de las tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos que afecta negativamente el valor del portafolio, dada la valoración a precios de mercado y la relación inversa existente entre las tasas de interés y los precios de los activos.

Por otra parte, las medidas de administración de reservas adoptadas por el Banco para enfrentar la crisis financiera internacional, explicadas en el capítulo anterior, han conducido a que la exposición actual de las reservas a los distintos riesgos financieros sea muy baja, lo cual lleva a que la rentabilidad esperada sea también baja, dada la relación directa que existe entre riesgo y rentabilidad.

Por último, este año no se espera que se registren valorizaciones importantes por aumentos en los precios de las inversiones, como sí ocurrió en 2008 como resultado de las políticas monetarias expansivas de los principales bancos centrales para enfrentar los efectos de la crisis externa y de la mayor demanda por títulos de deuda emitidos por gobiernos de países industrializados, ante la mayor aversión al riesgo.

Cabe señalar que el Banco de la República no registraba resultados negativos desde comienzos de los años noventa. En ese período se presentaron pérdidas debido al alto nivel de deuda que tenía el Banco producto de la política de esterilización de la acumulación de reservas internacionales, la cual se llevó a cabo mediante la colocación de títulos emitidos por el Banco a altas tasas de interés. En los últimos años la acumulación de reservas se ha esterilizado mediante la venta de TES del portafolio del Banco, la disminución del saldo de repos y el aumento de los depósitos del Gobierno y de las entidades financieras en el Emisor. Esta esterilización ha representado menores ingresos y mayores egresos, lo cual ha afectado el estado de resultados del Banco.

A. Estado de resultados a junio de 2009

Durante el primer semestre del año el Banco presentó un resultado operacional de \$2,7 mm, producto de ingresos por \$619,9 mm y egresos por \$617,3 mm (Cuadro 26).

Los ingresos se originaron principalmente por:

- el rendimiento de las reservas internacionales, \$233,6 mm,
- las operaciones de liquidez a corto plazo, \$136,2 mm,
- el ajuste en cambio de los activos en moneda extranjera diferentes de reservas internacionales, 71,9 mm, y
- las comisiones que cobra el Banco en ejercicio de sus funciones como banquero de bancos y agente fiscal del gobierno, 78,7 mm.

En cuanto a las reservas internacionales, al cierre de junio de 2009 éstas presentaron ingresos netos por \$233,6 mm, resultado de: i) la causación de intereses por \$530,5 mm, ii) la desvalorización de los activos en los que se

Cuadro 26
Pérdidas y ganancias del Banco de la República 2008-2009
(miles de millones de pesos)

	Ejecución a:	
	Dic. 2008 A	Jun. 2009 B
1. Ingresos de P y G	2.965,9	619,9
A. Ingresos monetarios	2.798,6	541,2
1. Intereses y rendimientos	2.514,0	444,0
Reservas internacionales	2.119,8	233,6
Otros intereses	13,5	25,1
Operaciones de liquidez	311,7	136,2
Valoración de TES	68,4	49,1
Valoración de otros títulos	0,6	0,0
2. Diferencias en cambio	224,9	71,9
3. Moneda metálica	47,3	7,8
4. Otros	12,5	17,6
B. Ingresos corporativos	167,3	78,7
2. Egresos de P y G	1.644,1	617,3
A. Egresos monetarios	1.249,1	486,4
1. Intereses y rendimientos	955,5	382,5
Remuneración al encaje	163,2	60,4
Remuneración a las cuentas de la DTN	708,3	247,1
Gastos en administración de las reservas internacionales	15,6	21,8
Gastos en operaciones de contracción monetaria	68,4	53,2
2. Diferencias en cambio	175,9	68,3
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	113,9	33,0
4. Otros	3,8	2,6
B. Egresos corporativos	322,4	163,8
1. Gastos de personal	206,3	110,2
2. Gastos generales	47,5	21,8
3. Impuestos	7,2	3,7
4. Seguros	6,0	3,1
5. Contribuciones y afiliaciones	4,6	1,6
6. Gastos culturales	8,7	3,9
7. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros	42,2	19,5
C. Gastos de pensionados	72,6	(33,0)
3. Resultado operacional (1 - 2)	1.321,8	2,7

Fuente: Banco de la República.

invierten las reservas por \$298,6 mm, y iii) \$1,8 mm, producto de la diferencia en cambio del dólar frente al euro, el yen y los DEG⁶⁹.

La desvalorización de los activos se explica principalmente porque en el primer semestre del año se registró un incremento en las tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, lo que ha afectado negativamente el

⁶⁹ El euro pasó de 1,3901 a 1,40265 dólares por euro entre diciembre de 2008 y junio de 2009. El yen pasó de 90,650 a 96,4850 yenes por dólar entre diciembre de 2008 y junio de 2009. Los DEG pasaron de 1,5403 en diciembre de 2008, a 1,5522 DEG por dólar al cierre de junio de 2009.

valor de mercado del portafolio, dada la relación inversa existente entre las tasas de interés y los precios de los activos. Este comportamiento de las tasas de los bonos se explica porque el mercado anticipa que la Reserva Federal aumentará sus tasas de interés en el futuro, y porque se ha reducido la aversión al riesgo y los inversionistas han sustituido la demanda de títulos del Gobierno de los Estados Unidos por activos de mayor riesgo. Adicionalmente, las mayores necesidades de financiación del Gobierno de los Estados Unidos a causa del alto déficit fiscal y el incremento en las expectativas de inflación en el futuro contribuyen a explicar este aumento.

Por su parte, las operaciones de liquidez mediante repos con el sistema financiero registraron ingresos por \$136,2 mm, mientras que las diferencias en cambio generaron \$71,9 mm⁷⁰. Las comisiones recibidas por el Banco ascendieron a \$78,7 mm debido al volumen de TES administrados en el DCV y al mayor número de transacciones de estos títulos a través del SEN.

En cuanto a los egresos se destaca:

- la remuneración a los depósitos del Gobierno nacional por \$247,1 mm,
- la remuneración al encaje de los establecimientos de crédito por \$60,4 mm,
- las diferencias en cambio por \$68,3 mm,
- los gastos de personal por \$110,2 mm, y
- los gastos en operaciones de contracción monetaria por \$53,2 mm.

Se destaca que durante el primer semestre de 2009 la Dirección del Tesoro Nacional mantuvo en el Banco depósitos por \$7.285,8 mm, remunerados a una tasa promedio del 6,9% efectivo anual.

Por su parte, los gastos de personal presentan una ejecución controlada y reflejan básicamente los compromisos adquiridos en la convención colectiva vigente, mientras que en los gastos generales (\$21,8 mm) sobresalen los incrementos de tarifas en los servicios públicos y el efecto del incremento al salario mínimo en los contratos que involucran mano de obra.

La ejecución negativa de \$33,0 mm en los gastos de pensionados se dio como producto de mayores rendimientos del portafolio constituido con re-

⁷⁰ Se refiere al ajuste en cambio de activos y pasivos en moneda extranjera que no afectan las reservas internacionales, por la diferencia del peso con respecto al dólar. La tasa contable de cierre para estas operaciones en moneda extranjera a 31 de diciembre de 2008 fue de \$2.243,59 y la de junio 2009 fue de \$2.145,21. La revaluación del primer semestre fue de 4,4%.

cursos del pasivo pensional, \$121,2 mm. Lo anterior se debió al comportamiento observado, durante el primer semestre, en las tasas de negociación de los TES, títulos en los que está invertido la mayoría del portafolio (en 2009, el 74,0% aproximadamente). Para este año se acordó con el Gobierno nacional no hacer provisiones adicionales del cálculo actuarial y diferirlas para los próximos años.

B. Balance del Banco de la República

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República al 30 de junio de 2009, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre de 2008 (Cuadro 27).

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$65.129 mm, al 30 de junio de 2009. Esta cifra supera en \$2.621 mm (4,2%) el saldo observado en diciembre de 2008, cuando los activos ascendieron a \$62.508 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales:* al cierre de junio de 2009 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$50.904 mm (US\$23.729 m). En el primer semestre del año 2009 se presentó una variación de las reservas en pesos de -\$3.035 mm (-6%), explicada principalmente por: i) menores reservas por la venta neta de divisas (\$94,5 mm); ii) el ajuste de cambio, resultado de la apreciación del peso con respecto al dólar, lo que disminuyó el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas en \$2.215 mm, y iii) el rendimiento por intereses y valoración que produjo un aumento de las reservas de \$232 mm.
- *Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado ascendió a \$422 mm en junio de 2009, inferior en \$478 mm con respecto al cierre de 2008. Esta caída se debió principalmente a: i) ventas netas de TES B en poder del Banco de la República por valor de \$499 mm en febrero de 2009; ii) vencimientos de principal y cupones por \$0,5 mm y \$20,5 mm, respectivamente; iii) valorización del portafolio por la disminución de las tasas de negociación de los TES durante 2009 por \$17 mm.
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de \$7.225 mm al finalizar el primer semestre del año 2009, lo que significó un aumento de \$5.678 mm (367%) con respecto al cierre de 2008.

Cuadro 27
Balance del Banco de la República, diciembre de 2008 a junio de 2009
(miles de millones de pesos)

	Diciembre de 2008		Junio de 2009		Variación	
	Saldos	Porcentaje	Saldos	Porcentaje	Absoluta	Porcentual
Activos	62.508	100,0	65.129	100,0	2.621	4,2
Reservas internacionales brutas	53.938	86,3	50.904	78,2	(3.035)	(5,6)
Aportes en organismos internacionales	2.538	4,1	2.766	4,2	228	9,0
Inversiones	900	1,4	422	0,6	(478)	(53,1)
Sector público: deuda consolidada	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Sector público: regulación monetaria	864	1,4	392	0,6	(472)	(54,6)
Bonos de capitalización de la banca pública y otros	36	0,1	30	0,0	(6)	(16,6)
Cartera de créditos	1	0,0	1	0,0	(0)	(9,3)
Sector público y Gobierno nacional	1	0,0	1	0,0	(0)	(9,1)
Corporaciones financieras	0	0,0	0	0,0	0	n.a
Otros créditos	4	0,0	4	0,0	(0)	(2,5)
Provisión	(4)	(0,0)	(4)	(0,0)	0	(2,6)
Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez	1.547	2,5	7.225	11,1	5.678	367,0
Cuentas por cobrar	37	0,1	30	0,0	(7)	(18,7)
Otros activos netos	3.547	5,7	3.781	5,8	235	6,6
Pasivo y patrimonio	62.508	100,0	65.129	100,0	2.621	4,2
Pasivo	43.460	69,5	49.113	75,4	5.653	13,0
Pasivos en m/e que afectan las reservas internacionales	25	0,0	12	0,0	(13)	(52,6)
Base monetaria	36.193	57,9	34.422	52,9	(1.771)	(4,9)
Billetes en circulación	29.875	47,8	26.550	40,8	(3.326)	(11,1)
Moneda de tesorería	666	1,1	673	1,0	8	1,1
Depósitos para encaje de bancos	5.074	8,1	6.603	10,1	1.529	30,1
Depósitos en cuenta corriente resto del sector financiero	577	0,9	595	0,9	18	3,1
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	1.624	2,6	166	0,3	(1.459)	(89,8)
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	15	0,0	0	0,0	(15)	(98,2)
Otros depósitos	108	0,2	126	0,2	18	16,2
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional m/n	2.487	4,0	11.205	17,2	8.718	350,5
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional m/e	151	0,2	74	0,1	(77)	(51,3)
Obligaciones con organismos internacionales	1.940	3,1	2.171	3,3	231	11,9
Cuentas por pagar	78	0,1	93	0,1	15	18,9
Otros pasivos	838	1,3	846	1,3	8	0,9
Patrimonio total	19.049	30,5	16.017	24,6	(3.032)	(15,9)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	2.393	3,8	2.867	4,4	473	19,8
Superávit	15.321	24,5	13.135	20,2	(2.186)	(14,3)
Liquidación CEC	453	0,7	453	0,7	0	0,0
Ajuste cambiario desde 1993 en adelante y superávit	13.623	21,8	11.408	17,5	(2.215)	(16,3)
Otros	103	0,2	133	0,2	30	29,2
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	1.142	1,8	1.141	1,8	(1)	(0,1)
Resultados	1.322	2,1	3	0,0	(1.319)	(99,8)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.322	2,1	3	0,0	(1.319)	(99,8)

Fuente: Banco de la República.

2. Pasivo

Al 30 de junio de 2009 el saldo de los pasivos fue \$49.113 mm, superior en \$5.653 mm (13%) al registrado al finalizar 2008. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Los depósitos en moneda nacional del Gobierno constituidos mediante la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República:* tuvieron un saldo de \$11.205 mm al cierre de junio de 2009. Este monto es superior en \$8.718 mm (351%) al registrado en diciembre de 2008.
- *Base monetaria:* al finalizar junio de 2009 la base monetaria ascendió a \$34.422 mm, inferior en \$1.771 mm (5%) al registrado al cierre de 2008.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$16.017 mm, cifra inferior en \$3.032 mm (16%) con respecto a diciembre de 2008, como resultado, básicamente, de la variación de la cuenta de ajuste de cambio. Esta última se redujo en \$2.215 mm (16%), como resultado de la apreciación del peso frente al dólar, lo cual, como se mencionó, produjo una reducción del saldo de reservas internacionales expresado en pesos.

C. Proyección de ingresos y gastos para el año 2009

Para el presente año se estiman ingresos totales de \$837,1 mm y egresos de \$1.262,4 mm, lo que arrojaría un resultado operacional negativo de \$425,4 mm.

Como se indicó, los menores ingresos se explican principalmente por la fuerte caída de los rendimientos de las reservas internacionales debido a: i) los bajos niveles de las tasas de interés externas; ii) la baja exposición de las reservas a los distintos riesgos financieros, lo cual lleva a que la rentabilidad proyectada también sea baja, y iii) no se espera que se registren valorizaciones importantes de los títulos en los cuales se invierten las reservas, como sí ocurrió el año anterior.

Por otra parte, la importante acumulación de reservas de los últimos años se ha esterilizado mediante la venta de TES del portafolio del Banco de la República, la disminución del saldo de repos y el aumento de los depósitos del Gobierno y de las entidades financieras en el Emisor. Esta esterilización ha representado menores ingresos y mayores egresos, lo cual ha afectado el estado de resultados del Banco. Los menores ingresos se explican por: i) la tasa de interés a la que se invierten las reservas adquiridas es inferior a la tasa de interés de los TES que vende el Banco para esterilizarlas, y ii) se reduce la posición acreedora del Emisor con el sistema financiero, lo que significa menores repos y menores ingresos por intereses. Por su parte, los

mayores egresos obedecen a los pagos por intereses que se hacen al Gobierno y a las entidades financieras por los depósitos que realizan en el Banco y que contribuyen a esterilizar la compra de reservas.

La pérdida operacional proyectada es superior en \$188,4 mm a la incluida en el *Informe al Congreso* de marzo del presente año (\$237,0 mm), como resultado del menor rendimiento de las reservas internacionales y de la revaluación del peso frente al dólar, que afecta los saldos en pesos, principalmente sobre los aportes en organismos internacionales (Cuadro 28).

Las principales fuentes de ingresos serían los rendimientos de las reservas internacionales, \$284,4 mm, los ingresos por operaciones de liquidez (repos), \$191,2 mm, y los ingresos corporativos, \$170,6 mm.

Para el año 2009 se proyecta un rendimiento de las reservas de US\$148,4 m, inferior al obtenido en los últimos tres años, por las razones explicadas, y superior al obtenido en los años 1999 y 2005, en los cuales se registraron devaluaciones del euro frente al dólar y aumentos de las tasas de interés en los Estados Unidos. Lo anterior no incorpora los posibles efectos por variación en las tasas de cambio de las monedas del portafolio, por lo cual los ingresos esperados por este concepto están sujetos a la incertidumbre con respecto al comportamiento de las tasas de cambio del dólar frente al euro, el yen y los DEG.

En cuanto a la proyección de los egresos, el 69,4% corresponde a los monetarios, los cuales ascenderían a \$876,7 mm, equivalente a una reducción anual de 29,8% frente a los observados en 2008, como resultado de: i) una menor remuneración a los depósitos del Gobierno, producto de la disminución de la tasa de intervención del Banco y del menor saldo de los depósitos promedio proyectado en 2009, frente al observado en 2008, y ii) la eliminación a la remuneración del encaje sobre las cuentas corrientes, de ahorro y demás depósitos a la vista a partir de febrero de 2009. Con respecto a los gastos de emisión y distribución de especies monetarias, se proyectaron egresos por \$147,1 mm, de acuerdo con la programación de emisión efectuada por la Fábrica de Moneda y la Imprenta de Billetes. Los gastos corporativos ascenderían a \$364,7 mm, como resultado de gastos de personal por \$226,0 mm, de gastos generales por \$51,2 mm y otros gastos por \$87,4 mm. Estos gastos reflejan, entre otros, los compromisos de la convención colectiva y los mayores gastos por la entrada en funcionamiento del Museo del Oro.

Por último, se estiman gastos netos de pensiones de jubilación de \$21,0 mm, inferiores en \$51,6 mm frente a 2008, como resultado de: i) los rendimientos estimados del portafolio de los recursos para pensiones serían \$161,5 mm en 2009, frente a \$142,6 mm causados en el año anterior, ii) no se efectuó la provisión del cálculo actuarial, tal como se explicó, y iii) gastos de pensiones por \$191,4 mm.

Cuadro 28
Estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2008-2009

(miles de millones de pesos)

	Diciembre 2008 (A)	Proyectado 2009 (B)	Variaciones anuales	
			Porcentual (B/A)	Absoluta (B - A)
1. Ingresos de P y G	2.965,9	837,1	(71,8)	(2.128,8)
A. Ingresos monetarios	2.798,6	666,5	(76,2)	(2.132,2)
1. Intereses y rendimientos	2.514,0	560,0	(77,7)	(1.953,9)
Reservas internacionales	2.119,8	284,4	(86,6)	(1.835,4)
Otros intereses	13,5	18,1	34,3	4,6
Operaciones de liquidez	311,7	191,2	(38,7)	(120,6)
Valoración de TES	68,4	63,3	(7,5)	(5,1)
Valoración de otros títulos	0,6	3,1	438,7	2,5
2. Diferencias en cambio	224,9	21,5	(90,5)	(203,4)
3. Moneda metálica	47,3	75,5	59,8	28,3
4. Otros	12,5	9,4	(24,8)	(3,1)
B. Ingresos corporativos	167,3	170,6	2,0	3,4
2. Egresos de P y G	1.644,1	1.262,4	(23,2)	(381,7)
A. Egresos monetarios	1.249,1	876,7	(29,8)	(372,4)
1. Intereses y rendimientos	955,5	635,5	(33,5)	(320,0)
Encaje en cuentas de depósito	163,2	114,9	(29,6)	(48,3)
Cuentas de depósito en la Dirección del Tesoro Nacional	708,3	394,9	(44,2)	(313,4)
Gastos en administración de reservas internacionales	15,6	65,8	320,6	50,1
Gastos en operaciones de contracción monetaria	68,4	60,0	(12,2)	(8,4)
2. Diferencias en cambio	175,9	78,9	(55,1)	(97,0)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	113,9	147,1	29,2	33,2
4. Otros	3,8	15,2	302,5	11,4
B. Egresos corporativos	322,4	364,7	13,1	42,3
1. Gastos de personal	206,3	226,0	9,6	19,7
2. Gastos generales	47,5	51,2	7,8	3,7
3. Impuestos	7,2	8,3	15,8	1,1
4. Seguros	6,0	7,1	19,4	1,2
5. Contribuciones y afiliaciones	4,6	4,8	5,1	0,2
6. Gastos culturales	8,7	10,0	15,4	1,3
7. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros	42,2	57,2	35,4	14,9
C. Gastos de pensionados	72,6	21,0	(71,0)	(51,6)
3. Resultado operacional (1 - 2)	1.321,8	(425,4)	(132,2)	(1.747,1)

Fuente: Banco de la República.