

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

INTRODUCCIÓN

Durante el año 2007 la economía colombiana creció 7,5%. Con ello se prolonga el ciclo de expansión de la actividad económica que se inició en 2002 y que a partir de 2004 se viene manifestando en un aumento del producto interno bruto (PIB) por encima de su promedio histórico. De manera similar a lo observado en 2006, el elevado ritmo de actividad económica del año pasado tuvo sustento en una demanda interna dinámica, fortalecida por el sólido crecimiento del consumo y de la inversión, y en las mayores ventas externas del país, impulsadas por el dinamismo de nuestros socios comerciales y los favorables términos de intercambio. Desde el punto de vista de los sectores productivos, sobresale el desempeño que lograron la construcción, la industria manufacturera, el transporte y el comercio, que en todos los casos alcanzaron crecimientos superiores al 10%.

El buen ritmo de crecimiento de la economía ha venido acompañado de hechos internos y externos que han demandado atención y análisis por parte de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) y del equipo técnico que la apoya, para adoptar decisiones adecuadas y oportunas.

En el frente interno el año 2007 se caracterizó por un proceso de aceleración de la inflación, que continuó acentuándose durante los dos primeros meses de 2008. Es así como después de haberse logrado la meta de inflación en 2006 a un nivel de 4,5% —punto central del rango meta—, la inflación en 2007 alcanzó 5,69%, sobrepasando en 119 puntos básicos (pb) el techo del rango que se había propuesto la JDBR entre 3,5% y 4,5%. Al concluir febrero de 2008 la inflación en doce meses alcanzó 6,34%.

Las razones que explican esta tendencia se discuten en el presente informe, y en forma más detallada en los informes trimestrales de inflación. Este comportamiento ha obedecido en su mayor parte al incremento en los precios de los alimentos y del petróleo. Ambas presiones han tenido origen internacional, aunque en el caso de alimentos también han contribuido factores climáticos locales que han afectado el abastecimiento de los perecederos, así como elementos asociados con el aumento de la demanda.

Sin embargo, es importante señalar que el aumento de la inflación no se circunscribió sólo a dichos rubros, sino que se extendió a otros componentes de la canasta, tal como se advierte en los diversos indicadores de la inflación básica, como por ejemplo la inflación sin alimentos, que también registró un incremento importante en 2007.

Como se ha manifestado en los diferentes informes al Congreso, para alcanzar un crecimiento sostenido de largo plazo es necesario tener una inflación baja y estable. Consciente de ello, durante 2007 la autoridad monetaria continuó con su política de incrementos de tasas de interés, que se había iniciado en abril de 2006, para moderar la expansión de la demanda agregada y obtener un ritmo de crecimiento compatible con las metas de inflación trazadas. La alternativa de adoptar una política pasiva, que simplemente decida esperar pacientemente a que los choques de carácter internacional se apacigüen y los precios retomen su curso normal, no sería una estrategia responsable, no sólo por la existencia de presiones de demanda, sino también porque tal posición haría que los choques de oferta retroalimenten los incrementos de precios por el canal del aumento de las expectativas de inflación. Esto último, como resultado de la pérdida de credibilidad del compromiso de la autoridad monetaria en el cumplimiento de su mandato constitucional de defender el poder adquisitivo de la moneda.

En el frente externo también han surgido fenómenos que requieren atención y análisis. A diferencia de 2006, cuando la economía internacional se mostró sólida, el segundo semestre de 2007 fue un período de considerable incertidumbre sobre las posibilidades de mantener el mismo ritmo de crecimiento mundial, a raíz de la crisis en el mercado hipotecario de los Estados Unidos y su extensión a otras áreas del sector financiero. Dicha crisis comienza a reflejarse en una desaceleración importante en el crecimiento estadounidense, como resultado de la caída en el consumo, explicado por restricciones de crédito y una pérdida importante de la riqueza de los hogares debido al menor precio de la vivienda y de las acciones. No obstante, existe incertidumbre sobre la duración y alcance de esta crisis y la forma como impactará las economías de los países emergentes.

Lo anterior por varias razones. En primer término, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) ha reaccionado en forma decidida, al disminuir la tasa de interés en 300 puntos básicos (pb) desde el mes de septiembre de 2007. Al mismo tiempo, el gobierno de los Estados Unidos ha anunciado un programa de estímulo fiscal mediante devoluciones de impuestos, por un valor cercano al 1% del PIB (US\$145 mil millones [mm]). Mas cabe anotar que la capacidad de estas políticas para evitar una desaceleración fuerte aún es incierta.

Las economías de China e India han continuado creciendo a tasas elevadas, contribuyendo a mantener buenos términos de intercambio; no obstante,

es incierto si su buen desempeño logrará mitigar los efectos de una posible recesión en los Estados Unidos. Hasta la fecha se han observado algunos signos de contagio en los mercados financieros de las economías emergentes, tales como caídas de los mercados bursátiles e incrementos en las primas de riesgo país. Sin embargo, las monedas de tales países han mantenido su tendencia a la apreciación frente al dólar, y no se han registrado fugas de capitales. El caso colombiano es un ejemplo típico de ello: durante 2007 y lo corrido de 2008 se han producido importantes entradas de capital de largo plazo, principalmente de inversión extranjera directa (IED), lo cual representa una clara señal de confianza de los inversionistas extranjeros en las perspectivas económicas del país.

La apreciación del peso colombiano ha sido tema de constante atención por parte de la autoridad monetaria. En el *Informe al Congreso* de julio se discutió ampliamente la experiencia de intervención discrecional en el mercado cambiario, y las razones técnicas que llevaron a suspender esa estrategia, luego de las compras masivas de divisas durante el primer trimestre de 2007. Este informe resume dichos argumentos.

El presente informe también discute las características de los controles de capital establecidos en mayo de 2007, como mecanismo para detener el fuerte ingreso de capitales del exterior. Aunque hay dudas sobre su efectividad, la evidencia indica que por ahora han detenido la entrada de capitales de corto plazo. En efecto, los capitales que continúan ingresando son básicamente de largo plazo, asociados con flujos de IED.

Los pronósticos actuales presentan mayor incertidumbre, frente a los elaborados a inicios de otros años. Por una parte, resulta difícil establecer la duración y el alcance de las presiones sobre los precios de los alimentos y del petróleo. Tampoco es fácil determinar cuánto más, de las medidas de política ya adoptadas, falta por transmitirse a las tasas de interés de mercado, y en consecuencia al volumen de crédito. En tales condiciones los pronósticos de inflación son más inciertos, lo cual exige mantener una revisión y seguimiento riguroso de los mismos.

Algo similar puede decirse de la tasa de crecimiento esperada para 2008. La incertidumbre sobre el tamaño de la crisis en los Estados Unidos y su efecto sobre las economías emergentes, entre ellas Colombia, así como la dificultad para evaluar el impacto de las posibles restricciones del comercio hacia Venezuela, hacen que los pronósticos se tornen menos precisos. Al respecto, el equipo técnico del Banco proyecta un crecimiento para 2008 entre un rango de 3,7% y 5,7%; sin embargo, es probable que la economía se ubique en la parte alta de este rango, cercana al 5%, si se tiene en cuenta el desempeño satisfactorio de los indicadores disponibles hasta la fecha sobre el comportamiento de los consumidores, el empleo y la industria. De ser así, la

desaceleración de la economía sería moderada y su tasa de expansión seguiría por encima del promedio histórico.

Este informe consta de nueve capítulos. En el primero se presentan los resultados de la inflación durante 2007 y sus perspectivas para 2008; en el siguiente, se hace un balance de los resultados de la actividad económica en 2007 y las proyecciones para 2008; en el capítulo III se examinan las tendencias recientes del mercado laboral. En el capítulo IV se describen las políticas monetaria y cambiaria, mientras que en el V se analiza la evolución de los mercados financieros; en los capítulos VI y VII se muestran el desempeño del sector externo y la política fiscal durante el año. En el capítulo VIII se discute el nivel de reservas internacionales y los criterios que emplea el Banco de la República para su administración. El informe finaliza en el capítulo IX con la presentación de la situación financiera del Banco de la República.

I. LA INFLACIÓN DURANTE 2007 Y SUS PERSPECTIVAS

A. La evolución de la inflación en 2007

La inflación anual al consumidor terminó el año en 5,69%, nivel por encima del límite superior del rango meta, el cual había sido definido por la JDBR entre 3,5% y 4,5%. El registro de diciembre también superó el dato de finales de 2006, cuando la inflación alcanzó la cifra de 4,5%. Los resultados tendieron a superar los pronósticos de los analistas y los del mismo Banco en sus informes sobre inflación.

A lo largo de 2007 la inflación se mantuvo alta con respecto a las metas. De hecho, a comienzos de año se presentó un fuerte aumento, en buena parte por cuenta de los alimentos, que la llevaron a un máximo de 6,26% en mayo. A partir de junio y hasta septiembre la inflación decreció, pero esta tendencia no se mantuvo y durante el cuarto trimestre del año se volvieron a observar incrementos (Gráfico 1).

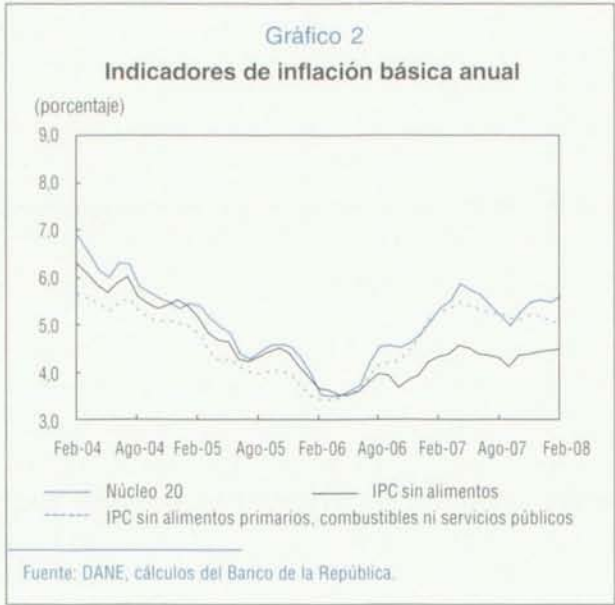
El aumento de la inflación no se circunscribió al índice de



precios al consumidor (IPC) total, ya que se extendió a los diferentes indicadores de inflación básica o subyacente. Dichos indicadores intentan medir el componente de la inflación que tiene características más permanentes y que responden de manera más expedita a las acciones de la política monetaria. Con este propósito se excluyen del IPC total los precios que pudieran haber sido afectados por choques transitorios de oferta, como es el caso de los alimentos, o aquellos que son determinados por las autoridades como sucede con varios bienes y servicios regulados en Colombia.

La medida de inflación básica de uso más frecuente es el IPC sin alimentos. En diciembre de 2007 la inflación anual de esta canasta fue de 4,4%, estando dentro del rango meta establecido por la JDBR, pero situándose por encima del dato observado en diciembre de 2006 (4,0%). La inflación sin alimentos había descendido desde mediados de 2003 y hasta mayo de 2006, cuando alcanzó un mínimo histórico. Sin embargo, a partir de dicho mes y hasta abril de 2007 se presentaron alzas continuas que la ubicaron cerca de 4,5%. Este nivel se mantuvo con pocas variaciones hasta finales de año (Gráfico 2).

Los otros dos indicadores utilizados por el Banco de la República —la inflación núcleo 20 y el IPC sin alimentos primarios ni regulados— siguieron un comportamiento similar al IPC sin alimentos durante todo el año, pero en un nivel superior. Así, el primero de ellos finalizó diciembre en 5,5% y el segundo en 5,2%. El promedio de los tres indicadores alcanzó una cifra de 5,0% a finales de 2007, por encima del registro observado un año atrás (4,5%) (Gráfico 2).



En general, la mayoría de las canastas en las que el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) desagrega el IPC presentaron aumentos de la inflación a lo largo del año, aunque la intensidad de las alzas y su nivel variaron considerablemente. Los incrementos más importantes se registraron en alimentos, y en diversión, cultura y esparcimiento, aunque en este último caso el dato de comienzos de 2007 era muy bajo.

B. Razones por las cuales se incumplió la meta de 2007

Desde comienzos de 2006 aumentó la probabilidad de que se presentaran presiones inflacionarias, dado el fuerte ritmo de crecimiento de la demanda. Con el propósito de evitar que éstas se materializaran, las autoridades monetarias comenzaron a aumentar gradualmente las tasas de interés de intervención del Banco de la República a partir de abril de ese año. El cambio en la postura de política se efectuó en momentos en que la inflación se encontraba en mínimos históricos y presentaba una tendencia descendente, pero al mismo tiempo cuando los pronósticos anunciaban un quiebre en dicha tendencia.

Pese a los aumentos en las tasas, durante la segunda mitad de 2006 y en particular durante 2007, presiones exógenas imprevistas, provenientes de los aumentos en los precios internacionales del petróleo y los alimentos, tuvieron un fuerte impacto sobre la inflación local, aumentándola más de lo inicialmente esperado por la JDBR. A ello se sumó el hecho de que la demanda mantuvo un crecimiento superior al de la capacidad productiva por un tiempo mayor al proyectado.

Así las cosas, a lo largo de 2007 la inflación al consumidor en Colombia estuvo sometida a dos presiones principales: la primera, proveniente de los altos precios de los combustibles y su efecto sobre los costos de transporte y los precios de los alimentos; y la segunda, originada en el alto aumento de la demanda, que ha repercutido en la inflación de no transables sin alimentos ni regulados, como también en los precios de los alimentos y de varios bienes y servicios transables. Como se explica en el Recuadro 1, esta tendencia ascendente de la inflación no fue un hecho exclusivo de Colombia y se presentó en muchos otros países, que también perdieron sus metas de inflación o estuvieron muy cerca de no cumplirlas.

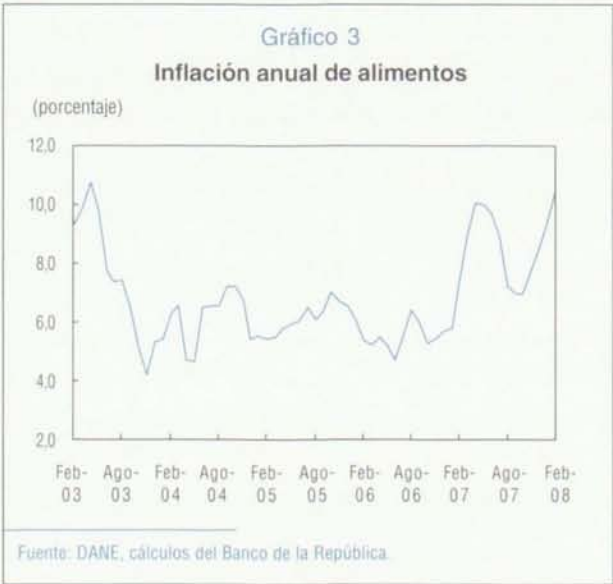
La descomposición del IPC en varias canastas, asociadas con los principales canales de transmisión de la política monetaria, ayuda a identificar los factores que explican el incumplimiento de la meta. De acuerdo con dicha desagregación, los cuatro principales grupos (alimentos, regulados, transables y no transables sin alimentos ni regulados) registraron aumentos en su inflación en 2007, aunque la intensidad del ajuste y su nivel difirieron de manera importante según la canasta.

El incremento mayor, y por ende donde se concentraron las principales presiones sobre el IPC total, ocurrió en el grupo de alimentos: su inflación pasó de 5,7% en diciembre de 2006 a 8,5% un año después, superando ampliamente los pronósticos de los analistas y del Banco (Gráfico 3). En 2007 continuó la tendencia ascendente que se inició a mediados de 2006 y que tuvo su origen en el aumento de los precios internacionales de varios productos

importados. Este fenómeno no ha sido exclusivo del país y se ha presentado en muchas otras economías, en donde también las presiones provenientes de los alimentos conllevaron a un alza de la inflación y a una pérdida de las metas definidas por las autoridades monetarias respectivas. En Colombia en particular, cerca del 74% de la aceleración de la inflación en 2007 se puede atribuir al IPC de alimentos (Cuadro 1).

El aumento de los precios de los alimentos obedeció a muy diversas razones. Una de las más importantes fue la relacionada con los altos precios interna-

cionales de los productos de origen agrícola durante todo 2007, en particular de los aceites, cereales y azúcar, los cuales constituyen una parte importante de la canasta del consumidor. A través de múltiples canales, que se describen en los recuadros 1 y 2, los altos precios externos de los productos agrícolas también han repercutido en los costos internos de producción de una gama más amplia de alimentos, tales como carnes, lácteos y sus sustitutos más cercanos, entre otros.



Cuadro 1						
Descomposición de la inflación según presiones alcistas						
Descripción	Ponderación	Crecimiento anual			Participación en la aceleración	
		Dic-06	Dic-07	Feb-08	en el 2007	año corrido 2008
Total	100,0	4,5	5,7	6,4	100,0	100,0
Sin alimentos	70,5	3,9	4,4	4,5	26,2	1,3
Transables	24,7	1,7	2,3	2,2	10,0	(4,3)
No transables	36,8	4,7	5,2	5,3	11,9	3,2
Regulados	9,0	6,1	6,4	6,6	4,3	2,5
Alimentos	29,5	5,7	8,5	10,5	73,8	98,7
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	7,2	2,8	6,7	13,7	26,1	93,9
Cereales, aceites y otros	5,4	9,6	9,1	9,2	(0,3)	0,8
Comidas fuera del hogar y otros	9,5	5,8	7,6	7,0	14,4	(7,7)
Carne de res y sustitutos	7,5	5,8	11,1	12,1	33,5	11,6

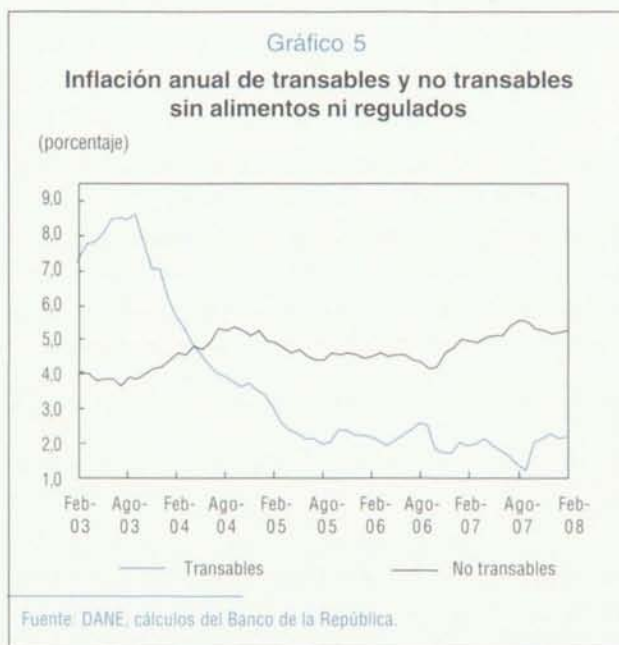
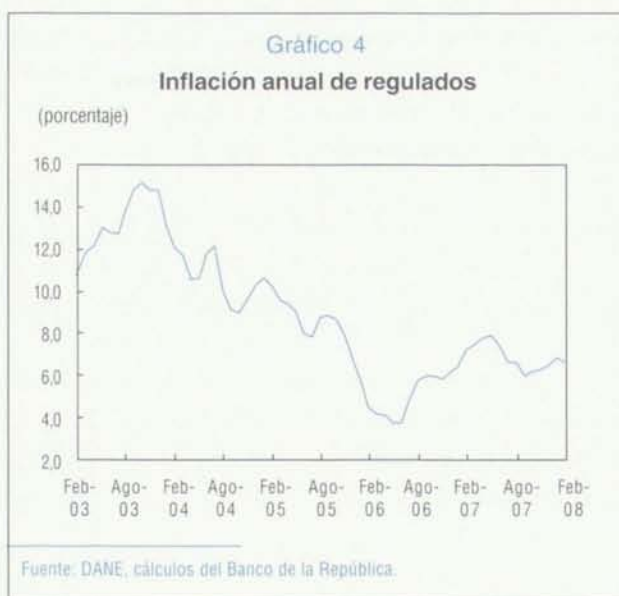
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Todos estos fenómenos, a su vez, están estrechamente ligados al fuerte aumento que registra el precio internacional de los combustibles desde hace un par de años, al auge de la demanda en numerosas economías emergentes, como China e India, e incluso al calentamiento global.

En segundo lugar, los precios de los alimentos también estuvieron sometidos a fenómenos climáticos con efectos transitorios. En particular, durante el primer semestre de 2007 la oferta de numerosos productos agropecuarios resultó afectada por la presencia del fenómeno de El Niño, el cual vino acompañado, como es usual, de lluvias escasas que incidieron en la productividad del agro. Los precios de alimentos perecederos, y de productos como la leche, sufrieron fuertes incrementos hasta junio y, aunque retrocedieron en el tercer trimestre, una vez se extinguieron los efectos de dicho fenómeno, repuntaron nuevamente hacia finales de año, especialmente por hortalizas y tubérculos.

Un tercer factor que explicó la aceleración de la inflación de alimentos se relaciona con el fuerte aumento de la demanda, tanto externa como interna. En el primer caso, sobresale el auge de las exportaciones de alimentos y productos agropecuarios a Venezuela (con un crecimiento de 58% a diciembre), fenómeno que al parecer indujo alzas en los precios de la carne de res y sus sustitutos más cercanos. En el frente interno, el incremento de los ingresos de los hogares y del empleo también se tradujo en un aumento de la demanda, lo cual presionó una amplia gama de precios, incluyendo a las comidas fuera del hogar, cuyo peso en el IPC es importante (6,7% del IPC). A diciembre de 2007, dicho rubro presentó una inflación de 7,2%, frente al 5,8% de un año atrás (Gráfico 3).

Las otras tres canastas (regulados, transables, y no transables sin alimentos ni regulados) también contribuyeron a acelerar la inflación, aunque en magnitudes mucho menores que los alimentos (Cuadro 1). En el caso de los regulados, los altos precios internacionales del petróleo fueron una fuente de presiones inflacionarias. Este fenómeno ya venía ocasionando aumentos por encima de la inflación y de las metas en 2006 en los precios de la gasolina, de otros combustibles y del transporte público. En 2007, con el aumento en el precio del petróleo a niveles sin precedentes, los ajustes en combustibles continuaron, aunque a un menor ritmo. Sin embargo, el efecto se sintió con rezago en el precio del transporte, el cual registró incrementos más importantes durante 2007 que en el año anterior: en 2006 en el caso del transporte público, 7,9% en diciembre de 2007, *vs.* 6,6%. En conjunto, la inflación de regulados, que además de combustibles y transporte público abarca servicios públicos, se situó en 6,4% en diciembre de 2007, 30 pb por encima del dato del año anterior (Gráfico 4).



Por su parte, el grupo de no transables sin alimentos ni regulados, que reúne los bienes y servicios de difícil comercialización en el exterior, y que además suele tener una relación estrecha con el comportamiento de la demanda, presentó una inflación al alza durante buena parte del año. Para diciembre su nivel fue de 5,2%, frente a 4,8% en el mismo mes de 2006 (Gráfico 5). El nivel máximo se alcanzó en agosto (5,6%), y a partir de ese mes decreció, a pesar de lo cual al cierre del año se mantuvo por encima del límite superior del rango meta. Todo lo anterior sugiere que durante 2007 se presentaron excesos de demanda que presionaron los precios al consumidor, y que si bien parecían haberse atenuado hacia finales de año, aún continuaban siendo importantes como fuente de presiones inflacionarias.

Los bienes transables o aquellos que se pueden comercializar internacionalmente y por tanto están expuestos a los movimientos del tipo de

cambio y de los precios externos, sin incluir alimentos ni regulados, también aumentó la inflación en el transcurso del año, aunque su nivel se mantuvo muy por debajo de la inflación promedio (alrededor de 2%) (Gráfico 5). Esto último, que también aconteció durante los dos años anteriores, guarda relación con la apreciación acumulada del tipo de cambio desde 2004. No se descarta que en algunos bienes de esta canasta se hayan presentado presiones de costos por cuenta de los altos precios de los combustibles y sus derivados. Tampoco se puede excluir la presencia de presiones de demanda, especialmente en rubros como turismo y pasajes terrestres y aéreos no

regulados, o en otros bienes que tienen estructuras de mercado menos competitivas y en donde las firmas tienen mayor poder de fijación de precios.

En síntesis, a lo largo de 2007 la inflación al consumidor en Colombia resultó afectada por varias presiones de origen externo, asociadas con los altos precios internacionales de las materias primas y los alimentos, y con presiones internas relacionadas con el fuerte crecimiento de la demanda, que continuó desbordando la capacidad productiva.

Los aumentos en los precios de los combustibles y alimentos por causas externas a la política monetaria pueden prolongarse y afectar la inflación a través de las expectativas. Al respecto, conviene señalar que las expectativas de inflación en Colombia aumentaron en la segunda mitad de 2007 y se situaron por encima de la meta fijada por la JDBR para 2008 (Gráfico 6).

C. Perspectivas de la inflación en 2008

A comienzos de 2008 los alimentos han continuado presionando al alza la inflación. Esto ha sido significativo en el caso de los productos de origen perecedero, pero también con los procesados e importados y en las comidas fuera del hogar, rubros que han mantenido un ritmo de ajuste de precios alto. Para febrero, la inflación anual al consumidor se situó en 6,35%, 66 pb por encima del dato de diciembre (Gráfico 1). La aceleración recayó casi en su totalidad en el IPC de alimentos, cuyo registro (10,5%) aumentó significativamente con respecto al de diciembre (8,5%) y se situó por encima de las previsiones de los analistas y del Banco de la República (Gráfico 3). Por el contrario, el IPC sin alimentos y el resto de indicadores de inflación básica se mantuvieron relativamente estables (Gráfico 2), aunque muy cerca o por encima del techo del rango meta; además, en las subcanastas del IPC sin alimentos no se observan cambios en las tendencias. A febrero la inflación de no transables sin alimentos ni regulados continuaba en niveles altos, superiores al 5%, y algo similar acontecía con la de regulados, que se mantenía alrededor de 6,5% (gráficos 4 y 5 y Cuadro 1)



Para el resto del año se espera que la inflación al consumidor en Colombia continúe sometida a presiones provenientes de los altos precios del petróleo y a su efecto sobre los precios de los alimentos, entre otros. En el caso de los alimentos, esto significa que se registrarán aumentos por encima de las metas en muchos productos, pero en particular en los alimentos importados y en aquellos que utilizan insumos del exterior o son sustitutos cercanos de estos, tales como las carnes y los lácteos. Al respecto conviene mencionar que hacia finales de 2007 y comienzos de 2008 se observaron repuntes en los precios internacionales de alimentos, tales como el trigo, el maíz, el arroz y los aceites, a niveles históricamente altos, lo que podría mantenerse durante buena parte del año, incluso en un escenario de menor crecimiento mundial. Estos incrementos no se han transferido completamente a los precios internos, pero podrían hacerlo en lo que resta del año.

Además de los factores externos, en 2008 la inflación también podría ser afectada por problemas de oferta, puesto que se espera que se consolide una fase de retención ganadera que tenderá a disminuir el crecimiento de la producción de carne de res y aumentará su precio y el de sus sustitutos cercanos. A nivel de la oferta, es también posible que se presenten interrupciones temporales en el abastecimiento de algunos productos perecederos si el fenómeno de La Niña, cuya presencia en Colombia ya fue confirmada por los meteorólogos, genera exceso de lluvias que aplacen las cosechas o interrumpan el transporte en las zonas agrícolas. Según los expertos, tal fenómeno se extendería hasta el mes de mayo.

Los altos precios del petróleo también deben producir ajustes por encima de la meta en el transporte público, manteniendo la inflación de regulados en niveles relativamente altos. El resultado final, sin embargo, dependerá de la manera como el Gobierno nacional implemente la política de eliminación de subsidios a los combustibles.

Aparte de los altos precios de los combustibles y los alimentos, durante 2008 es posible que la inflación continúe siendo afectada por excesos de demanda; no obstante, se espera que estas presiones cedan en el transcurso del año, como resultado de las acciones de política ya adoptadas por la JD BR. Esto siempre y cuando el crecimiento de la demanda se modere.

En general, se espera que la inflación al consumidor se mantenga en niveles altos con respecto a la meta durante buena parte del año. Esto sucederá mientras se transfieren los choques de precios de combustibles y de alimentos y se consolida el efecto de los aumentos en las tasas de interés sobre el crédito y la demanda. A partir del segundo trimestre se espera que la inflación retome una tendencia decreciente, lo que la acercará a las metas de largo plazo hacia 2009.

Aunque las presiones inflacionarias podrían verse moderadas ante la posibilidad de recesión en los Estados Unidos, hay que advertir que los riesgos al alza son importantes, en especial el que proviene de unas expectativas de inflación mayores, que podrían derivar en ajustes salariales y en precios incompatibles con las metas de la JDBR. Así, en esta oportunidad, y quizá como nunca antes en lo corrido de la década, la incertidumbre que rodea los pronósticos de inflación es particularmente alta, lo que impone grandes retos a la política monetaria.

RECUADRO 1

PANORAMA DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES Y DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS

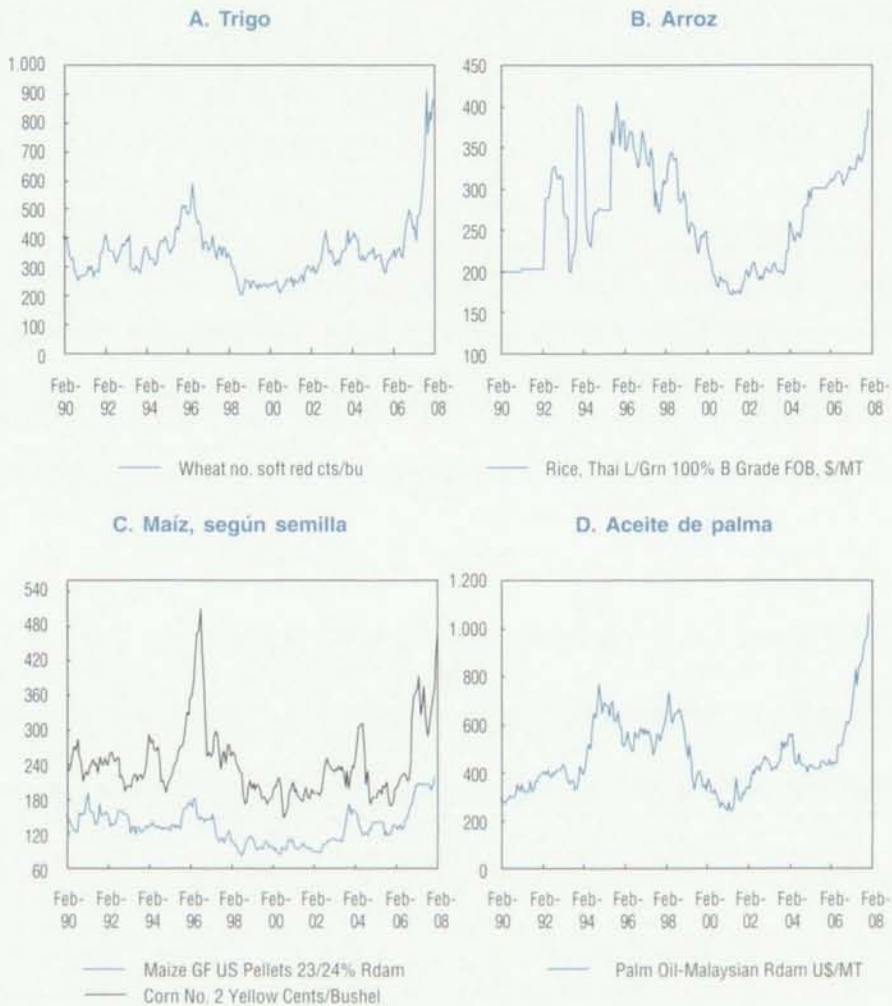
El año pasado una de las principales características del desempeño económico a nivel mundial fue el rebrote de la inflación al consumidor en la gran mayoría de países. Incluso economías reconocidas por su estabilidad de precios como la de los Estados Unidos y la Unión Europea registraron repuntes importantes en la inflación total. De esta manera, el año pasado la inflación mundial fue 200 pb superior al registro de 2006 (2,8%). En concreto, el objetivo de este recuadro es mostrar la relación entre los precios internacionales de los alimentos y la inflación global.

Desde 2006 los precios internacionales de los alimentos han aumentado sustancialmente, y la mayoría de ellos están muy cerca o ya superaron su máximo nivel histórico: para enero de 2008 las cotizaciones externas de trigo, maíz, aceite de palma, aceite de soya y soya habían duplicado de sobra su precio, con respecto a los niveles observados a finales de 2005; aunque los incrementos del arroz (36%) y el cacao (55%) han sido menos fuertes. En el caso del azúcar, a pesar de que su nivel de precios a enero de 2008 es inferior al reportado en diciembre de 2005, su cotización internacional se ha incrementado 37% en los últimos ocho meses (Gráfico R1.1).

La expansión de los precios internacionales de origen agrícola ha sido, incluso, de mayor magnitud que la experimentada por los precios internacionales del petróleo. Mientras el precio en el mercado internacional de éste aumentó 50% en los últimos dos años, el de los alimentos lo hizo a una tasa de 106% (Gráfico R1.2).

El comportamiento de los precios internacionales de los alimentos se ha visto reflejado en el índice de precios al consumidor (IPC) de la mayoría de países. Como se observa en el Cuadro R1.1, salvo Suráfrica y Pakistán, los demás países presentaron un incremento

Gráfico R1.1
Precios internacionales por producto



Fuente: Banco de la República.

mayor en los precios de los alimentos que en el resto de la canasta. De esta manera, la inflación de los alimentos a nivel global fue cerca de dos veces el registro de la inflación total mundial (4,8%). Esta expansión en los precios de los alimentos fue uno de los factores que contribuyó al incumplimiento de la meta de inflación en gran parte de países que siguen un esquema de inflación objetivo¹.

¹ Al respecto, véase Edgar Caicedo y Luz Adriana Flórez, "Inflación global, alimentos y riesgos de política económica", *Informe sobre Inflación*, diciembre de 2007, Banco de la República.

Gráfico R1.1 (continuación)
Precios internacionales por producto



Fuente: Datastream.

1. ¿Por qué se ha incrementado el precio de los alimentos?

Varios factores se han conjugado para que el precio internacional de los alimentos continúe con una tendencia creciente:

- Un fuerte incremento de la demanda de alimentos y materias primas agrícolas atribuida al despegue o consolidación de las más grandes economías emergentes como China, India, Rusia, Indonesia y Brasil.

Gráfico R1.2
Índice de bienes primarios



Fuente: Goldman Sachs.

- El aumento en los precios del petróleo ha conducido a un auge de la demanda mundial por biocombustibles, lo que ha producido un alza récord en los precios de los productos con destino a la agricultura energética. También generó una sustitución en la siembra de alimentos de la canasta básica por aquellos destinados a la producción de biocombustibles.

Cuadro R1.1
Inflación en el mundo en 2007

País	Total	Alimentos
Emergentes sin Asia		
República Checa	5,49	11,20
Israel	3,40	6,40
Kazajstán	12,03	26,60
Polonia	3,86	7,60
Eslovaquia	3,42	7,60
Sudáfrica	8,98	3,40
Turquía	8,39	12,00
Latinoamérica		
Argentina	8,47	8,60
Brasil	4,46	10,80
Chile	7,82	15,20
Colombia	5,69	8,50
México	3,76	6,00
Perú	3,93	6,00
Asia		
China	6,50	18,20
Hong Kong	3,77	6,90
Indonesia	6,59	11,30
Pakistán	8,79	3,30
Filipinas	3,94	12,20
Singapur	4,43	4,80
Taiwán	3,34	5,70
Tailandia	3,21	7,80
Desarrollados		
Estados Unidos	4,05	4,90
Zona euro	3,07	4,80
Japón	0,70	1,81

Fuente: Datastream y Deutsche Bank.

- Una buena parte de los incrementos más notables en el consumo de alimentos en estos mercados emergentes se concentra en las proteínas de origen animal (carnes de bovino y cerdo, pollo, productos de la acuicultura, huevos y leche), cuyas materias primas son las mismas empleadas en la elaboración de los biocombustibles (maíz, caña de azúcar, oleaginosas), precios que, a su turno, son los que más grandes alzas han registrado entre los *commodities* de origen agrícola.
- La alta cotización del petróleo, además de hacer despegar los precios mundiales de los bienes agrícolas con potencial para producir biocombustibles, también ha hecho incrementar significativamente los precios de los agroquímicos y de los fletes terrestres.
- Por último, el recalentamiento global está generando inviernos y veranos cada vez más extremos, cuyos efectos sobre las cosechas y la oferta agrícola no son nada despreciables².

2. ¿Cuáles son las perspectivas en materia de precios internacionales?

De acuerdo con el informe más reciente de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO)³, se prevé que para 2008 se incremente la producción de cereales y granos, debido a la expansión de la producción, especialmente en Europa y los Estados Unidos. Sin embargo, el bajo nivel de inventarios de estos productos, junto con la fuerte presión de la demanda mundial, hacen poco probable que la tendencia al alza en los precios internacionales cambie.

Este panorama alcista en materia de precios internacionales también se confirma con las más recientes proyecciones del Banco Mundial. Los pronósticos de esta entidad señalan claramente que en 2008 los niveles de precios de los alimentos estarían creciendo, alrededor de 7% en términos nominales, para luego corregir a la baja en 2009 y 2010. Dentro de los alimentos, los granos (6,7%) y los aceites y grasas (13,4%) exhibirían los mayores ajustes positivos de precios. Al mismo tiempo, el grueso de los productos agrícolas se verían afectados por el encarecimiento de los fertilizantes, cuyos costos aumentarían en 2008 a una tasa cercana al 15% (Cuadro R2.2).

² Las sequías y las lluvias del año pasado estropearon cultivos de trigo en Australia, Francia y los Estados Unidos. Esta menor oferta global explica, en gran medida, el inesperado repunte de los precios del trigo en los últimos meses. Véase FAO, *Crops Prospects and Food Situation*, febrero, 2008.

³ FAO, *Crops Prospects and Food Situation*, febrero, 2008.

Cuadro R1.2
Pronósticos de productos básicos (índices nominales)

Descripción	2007	2008	2009	2010	08/07	09/08	10/09
Agricultura	145,3	149,6	145,4	142,3	3,0	(2,8)	(2,1)
Bebidas	138,6	134,4	130,5	126,8	(3,0)	(2,9)	(2,8)
Alimentos	145,7	155,7	149,3	144,9	6,9	(4,1)	(2,9)
Grasas y aceites	190,6	216,2	205,0	196,6	13,4	(5,2)	(4,1)
Granos	147,1	161,4	153,2	149,2	9,7	(5,1)	(2,6)
Otros alimentos	108,3	103,1	101,6	100,2	(4,8)	(1,5)	(1,4)
Materias primas agrícolas	149,5	153,0	151,5	150,2	2,3	(1,0)	(0,9)
Fertilizantes	221,7	255,0	250,2	245,4	15,0	(1,9)	(1,9)

Fuente: Banco Mundial.

RECUADRO 2 **LA GRAN INFLACIÓN DE LOS AÑOS SETENTA** **EN LOS ESTADOS UNIDOS: HECHOS Y ENSEÑANZAS**

Como se presenta en el Recuadro 1, la mayoría de países del mundo se ha visto afectada por los fuertes incrementos en los precios de los alimentos, del petróleo y de otros bienes básicos utilizados para la generación de energía, elevando la inflación total mundial. En la actualidad, también se han aumentado los riesgos de una recesión en los Estados Unidos, y de una desaceleración fuerte del producto en Europa. Estos dos hechos se identifican en la literatura económica con la denominada *estanflación* (inflación con recesión), situación que se presentó en la década de los setenta en los Estados Unidos.

En dicho período se presentaron fuertes incrementos en los precios del petróleo y de los alimentos, similares a los observados actualmente, choque de oferta al cual las autoridades de la época le adjudicaron la mayor responsabilidad del incremento en la inflación. El período de estanflación también estuvo caracterizado por: amplia liquidez e incertidumbre monetaria por el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods; poca independencia de la Fed; sobreestimación del producto potencial estadounidense, y una política monetaria que pretendía alcanzar mejores niveles de empleo, en lugar de una inflación baja y estable.

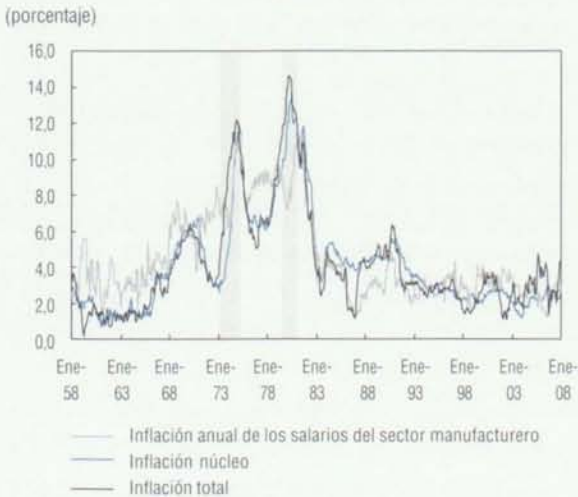
Dada la relevancia que han tenido los choques de oferta externos sobre la inflación en Colombia, a continuación se explica con mayor detalle lo sucedido en los años setenta, y se hace un resumen de las acciones de política monetaria ante lo que se identificó en el momento como una inflación de costos. También se enuncian varias críticas que

han realizado diferentes académicos a estas políticas, y se evalúan las consecuencias que tuvieron en el largo plazo.

1. Inflación, empleo y crecimiento en la década de los setenta en los Estados Unidos

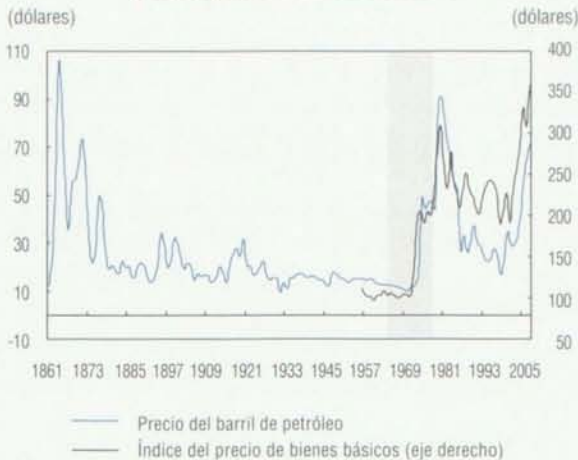
En la década de los setenta se presentó la mayor inflación en los Estados Unidos en períodos de paz. Los tres picos de inflación se dieron tanto en el indicador total como en el núcleo que excluye alimentos y energéticos (Gráfico R2.1). El deflactor del PIB presentó igual comportamiento, sugiriendo que, además del incremento en el precio de los productos básicos (Gráfico R2.2), se presentaron cambios en el nivel general de precios, relacionados con políticas expansivas tanto fiscales como monetarias. Los salarios también aumentaron aceleradamente a la par con la inflación núcleo (Gráfico R2.2).

Gráfico R2.1
Estados Unidos: inflación total, total sin alimentos ni energía y salarios del sector manufacturero, variación anual



Fuente: Datastream y BLS.

Gráfico R2.2
Estados Unidos: precio del petróleo y de algunos bienes básicos

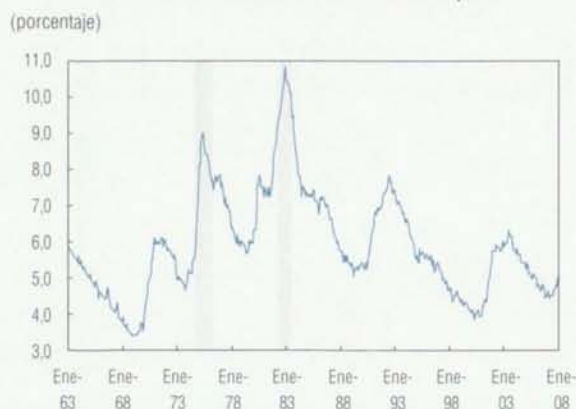


Nota: precios anuales promedio.

Fuente: BP Statistical Review of World Energy y Bloomberg.

Gráfico R2.3

Estados Unidos: tasa de desempleo



Fuente: Datastream y BEA.

Adicional a las dinámicas inflacionarias, en este periodo se presentó uno de los niveles más altos de desempleo en los Estados Unidos desde la posguerra (Gráfico R2.3), junto con una gran volatilidad del PIB. De acuerdo con los cálculos de los ciclos económicos del National Bureau of Economic Research (NBER), durante el cuarto trimestre de 1973 al primero de 1975,

y del primero de 1980 al segundo de dicho año, se registraron fuertes contracciones del producto, mientras que se presentaban aceleraciones importantes de la inflación, emergiendo el fenómeno de estanflación.

2. ¿Qué aspectos contribuyeron a la gran inflación en los Estados Unidos?

Según Friedman y Schwartz (1971), en el periodo de la Segunda Guerra Mundial existió un compromiso por parte de la Fed de comprar bonos de deuda del Gobierno con el objeto de mantener las tasas de interés de estos papeles en niveles bajos. Después de 1951 la Fed dejó de comprar deuda del Gobierno, pero se comprometió a que la política monetaria se centraría en mantener la tasa de interés de corto plazo en el mercado interbancario *Fed Funds* dentro de un rango bajo y estrecho, descuidando el crecimiento de los agregados monetarios.

Dicho mecanismo se mantuvo hasta finales de la década de los sesenta, cuando se presentaron incrementos importantes en la inflación. Ello despertó críticas de varios economistas de la época, los cuales manifestaron que al ser la inflación un fenómeno monetario, se debía controlar el crecimiento de estos agregados. De esta manera, la Fed en sus reuniones mensuales analizaba un gran número de variables del sector real y financiero, determinando rangos tanto para el precio del dinero (tasas de interés) como para sus cantidades (M1, M2, crédito, etc.). Sin embargo, la falta de independencia de la Fed en aquel momento se plasmó en el incumplimiento de los rangos de los agregados monetarios en numerosas ocasiones,

mientras el compromiso de mantener tasas de interés bajas y estables sí se cumplió; dicha política monetaria ha sido considerada como inflacionaria. De esta manera, la política monetaria en la década de los setenta fue acomodaticia, hecho que se puede observar en las tasas de interés reales negativas de los *Fed Funds* durante gran parte de dicho período (Gráfico R2.4).



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Por su parte, en cuanto a las expectativas inflacionarias, durante el período de la posguerra y hasta finales de los años sesenta, la adherencia al patrón oro y los acuerdos de Bretton Woods mantuvieron dichas expectativas controladas en los Estados Unidos, a pesar de políticas fiscales expansivas, motivadas fundamentalmente por el gasto bélico provocado por la guerra en Vietnam. No obstante, la salida de recursos financieros por gastos de inversión en el extranjero, el aumento del déficit fiscal y el gran incremento en la oferta monetaria causaron el debilitamiento del sistema de Bretton Woods, y se dio inicio a un periodo de altas y persistentes expectativas de inflación a finales de la década de los sesenta y comienzos de los años setenta.

El colapso del sistema fue impulsado por el exceso de oferta de dólares, provocado tanto por la expansión de la base monetaria estadounidense como por la reducción de la demanda de dólares de otras economías, conducida por las expectativas de depreciación del dólar. Así, el final de la convertibilidad del dólar en 1971 permitió una segunda expansión monetaria guiada por el incentivo del emisor para estimular el empleo en el corto plazo, lo cual exacerbó aún más las dinámicas inflacionarias. En estas circunstancias, el dólar se devaluó considerablemente, generando otra fuente de inflación por medio del encarecimiento de bienes importados. Así mismo, con el objeto de no perder competitividad, otros países defendieron el precio del dólar acumulando reservas e inyectando grandes cantidades de liquidez a sus economías.

En las décadas de los sesenta y setenta, los hacedores de política monetaria argumentaban que se podía explotar sostenidamente la relación inversa entre la inflación y el desempleo

(curva de Phillips), en favor de la generación de empleo. Incluso, en trabajos como De Long (1995), se muestra que, particularmente en el periodo de Richard Nixon (1969-1974), se propusieron metas explícitas de muy bajo desempleo a cambio de inflaciones elevadas. Dicha visión, aunada a cálculos erróneos en la medición del empleo y del empleo potencial, generaron un recalentamiento de la economía en varios lapsos del periodo analizado, en donde se sobreestimó el producto potencial y se subestimó el producto real (Orphanides, 2000).

Con respecto al precio de los productos básicos, los embargos petroleros que se generaron por los conflictos en Medio Oriente durante gran parte de la década redujeron la oferta de crudo, produciendo aumentos considerables en los precios del petróleo, lo cual exacerbó las dinámicas de la inflación. Dado el poco compromiso por mantener una inflación baja, los empresarios terminaron aceptando mayores incrementos en los salarios, situación que elevó sus costos tanto por los altos precios del petróleo como por su nómina. De esta forma, el ajuste posterior en el empleo tuvo que ser mayor y se presentaron fuertes despidos, incrementando la tasa de desempleo.

Por todo lo anterior, los trabajos académicos más recientes que intentan explicar el periodo de gran inflación, le restan importancia a las presiones de costos asociados con el aumento en los precios de los productos básicos y le dan más relevancia a las políticas fiscales y monetarias laxas en los Estados Unidos y en otras grandes economías.

3. ¿Qué medidas se implementaron en los Estados Unidos para tratar de reducir la inflación?

A comienzos de los años setenta el Gobierno estadounidense, así como la Fed, veían la inflación como un fenómeno no monetario, y de hecho la enfrentaron con medidas no monetarias: controlando los precios y los salarios. Así es como, debido a los altos niveles de inflación mencionados, el presidente Nixon impuso controles sobre todos los precios y salarios en agosto de 1971 por un periodo de noventa días. Dicho congelamiento llegó a ser aproximadamente de mil días por medio de medidas conocidas como las fases uno, dos, tres y cuatro, las cuales terminaron en 1973. En dichas fases los controles fueron aplicados principalmente a las corporaciones más grandes y uniones de trabajadores, las cuales ejercían presión en la determinación de precios. También se presentaron cambios en la cobertura de los controles, así como en la intensidad de los mismos¹.

¹ También se generaron acuerdos o pactos entre productores y consumidores, y de ingresos entre empleadores y trabajadores, aunque con poca credibilidad de las partes.

Los controles tuvieron un efecto positivo al inicio, lo que generó gran optimismo sobre las medidas tomadas². No obstante, a mediano plazo se observó que no habían sido efectivas y que no apaciguaron las expectativas inflacionarias; por el contrario, parecieron reforzarlas, con una percepción general de los agentes sobre incrementos en los precios una vez los controles se eliminaran. De esta manera, la ineficacia de los controles de precios y la falta de credibilidad de los acuerdos al incrementar las expectativas inflacionarias hizo más costoso el ajuste posterior vía tasas de interés.

En la administración de Paul Volcker como presidente de la Fed, iniciada en el otoño de 1979, se cambió radicalmente la estrategia de política monetaria para el control de la inflación: se dio prioridad al control de los agregados monetarios, se amplió el rango en el cual podrían flotar las tasas de los *Fed Funds* y se fijaron metas consistentes para los agregados monetarios, vigilando estrictamente las reservas bancarias.

Sin embargo, la falta de compromiso con una inflación baja y estable por parte de la Fed en los años setenta terminó exigiendo mayores esfuerzos de la política monetaria, e implicó un costo mayor en términos de crecimiento. La Fed redujo fuertemente el crecimiento de los agregados monetarios, hecho que generó tasas de interés reales históricamente altas y volátiles. De esta manera se logró bajar la inflación, pero a un mayor costo si se tiene en cuenta que en los primeros años de la década de los ochenta se presentó la recesión más fuerte posterior a la Segunda Guerra Mundial en la economía estadounidense. Esta política monetaria restrictiva también terminó afectando los demás países desarrollados y emergentes.

Es por ello que estudios recientes de la experiencia de los años setenta en Estados Unidos muestran que, aún en una situación de estanflación y choques de oferta considerados como exógenos, para retornar a niveles de crecimiento económico sostenido de largo plazo es importante que la autoridad monetaria mantenga el compromiso de situar la inflación en niveles bajos y estables.

REFERENCIAS

Abrams, B.; Butkiewicz, J. *The Political Economy of Wage and Price Controls: Evidence from the Nixon Tapes*, núm. 19716, Department of Economics University of Delaware, 2007.

Barsky, R.; Kilian L. "Do We Really Know That Oil Caused the Greatest Stagflation? A Monetary Alternative", en *National Bureau of Economic Research*, documento de trabajo núm. 8389, 2001.

² Esto se puede observar en los reportes "Greenbook" de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

- Bernanke, B. "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", en *Quarterly Journal of Economics*, núm. 98, pp. 85-106, 1983.
- Bernanke B.; Mihov, I. "Measuring Monetary Policy", en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, núm. 3, pp. 869-902, 1998.
- Boschen, J.; Mills, L. "The Relation Between Narrative and Money Market Indicators of Monetary Policy", en *Economic Inquiry*, vol. 33, núm. 1, pp. 24-44, 1995.
- Christiano, L.; Gust, C. "The Expectations Trap Hypothesis", en *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, vol. 24, núm. 2, pp. 21-39, 2000.
- De Long, J. "America's Only Peacetime Inflation: The 1970s", en *University of California at Berkeley and National Bureau of Economic Research*, 1995.
- Friedman, M. "Perspectives on Inflation", en *Newsweek*, 24 de junio, p. 73, 1975.
- Friedman, M.; Schwartz, A. *Monetary Statistics of the United States*, Nueva York, Columbia University Press, 1971.
- McKinnon, R. "Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard", en *American Economic Review*, vol. 72, núm. 3, pp. 320-333, 1982.
- Meltzer, A. "Origins of the Great Inflation", en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, marzo-abril, vol. 87, núm. 2, pp. 145-75, 2005.
- Nelson, E. "Sluggish Inflation and Optimizing Models of the Business Cycle", en *Journal of Monetary Economics*, vol. 42, 303-322, 1998.
- Orphanides, A. "Activist Stabilization Policy and Inflation: The Taylor Rule in the 1970s", en *Discussion Paper*, Board of Governors, 2000.
- Samuelson, P.; Solow, R. "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy", en *American Economic Review*, vol. 40, núm. 2, pp. 177-194, 1960.
- Sargent, T. "The Conquest of American Inflation", Hoover Institution, 1998.
- The Economist*. "Stagflation?", enero de 2008, disponible en <www.economist.com>.

II. ACTIVIDAD ECONÓMICA EN 2007 Y SUS PERSPECTIVAS

A. Actividad económica durante 2007

Desde el año 2002 la economía colombiana ha registrado una expansión creciente de su actividad productiva, y a partir de 2004 el crecimiento del PIB se ubica por encima de los promedios históricos. Este buen desempeño ha tenido sustento en varios factores, tales como un panorama externo favorable, mejores condiciones de seguridad, elevados términos de intercambio que contribuyeron al aumento del ingreso disponible de los hogares, y una política monetaria expansiva a lo largo de la presente década. Para 2007 el crecimiento económico fue de 7,5%, cifra superior a la pronosticada por el Banco de la República y a la observada en 2006 (Cuadro 2).

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
 (porcentaje)

	2003	2004	2005	2006	2007
Consumo final	1,7	4,8	4,9	5,6	6,3
Hogares	2,4	6,0	5,0	6,6	7,3
Gobierno	(0,3)	1,1	4,3	2,1	2,9
Formación bruta de capital	14,7	15,6	18,7	26,9	21,2
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,4	15,0	18,9	18,3	18,2
FBCF sin obras civiles	15,9	22,0	16,7	18,5	15,8
Obras civiles	14,0	(7,9)	28,7	17,2	28,2
Variación de existencias	2,0	28,0	13,8	201,2	44,4
Demanda interna	3,7	6,6	7,4	9,8	9,7
Demanda interna sin variación de existencias	3,7	6,5	7,3	8,0	8,8
Exportaciones totales	5,7	10,0	7,0	7,8	7,5
Importaciones totales	4,7	19,8	19,9	20,8	16,4
PIB	3,9	4,9	4,7	6,8	7,5

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.



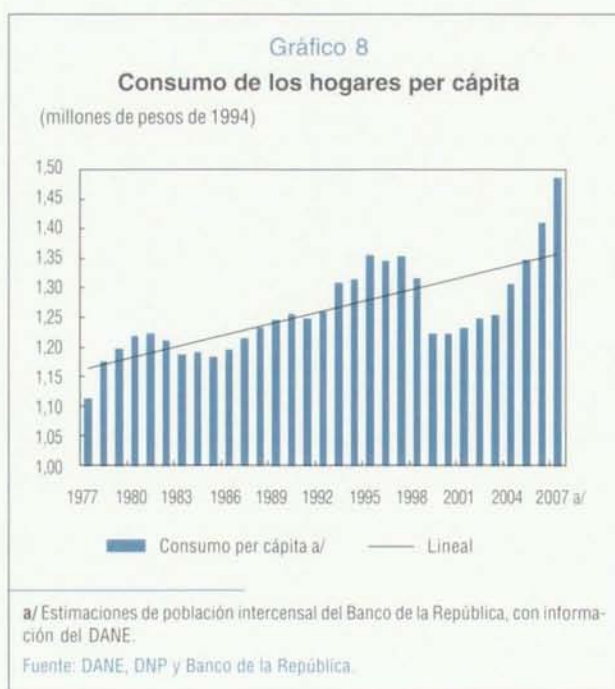
1. Demanda interna

La demanda interna en 2007 alcanzó un crecimiento real de 9,7%, completando de esta forma dieciséis trimestres consecutivos con aumentos superiores a la expansión del PIB (Gráfico 7). Frente a 2006, la demanda interna permaneció estable, y al excluir la variación de existencias se observó una aceleración de 80 pb. Esta última medida también registró tasas de crecimiento muy superiores a la del PIB¹.

El incremento en los términos de intercambio y el aumento en el ingreso disponible contribuyeron a impulsar el consumo de los

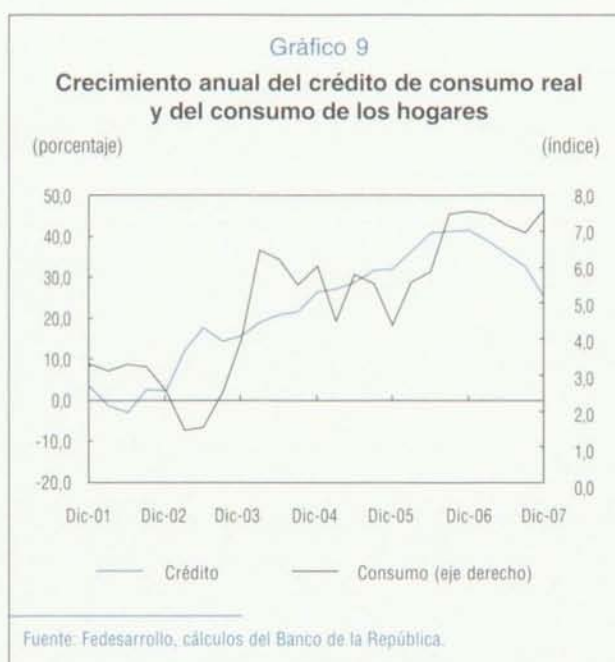
mento en el ingreso disponible contribuyeron a impulsar el consumo de los

¹ En el cálculo del PIB trimestral la variación de existencias resulta como un residuo. Al excluir la variación de existencias, la demanda interna creció 8,8%.



hogares en 2007, el cual exhibió una aceleración de 70 pb, frente al registro de 2006. Los bienes de consumo durables registraron tasas de crecimiento de 20,2% y el de bienes semidurables de 8,5%.

En 2007 el consumo per cápita de los hogares alcanzó su máximo valor desde 1977, mostrando una tendencia creciente desde 2003. Comparado con el nivel alcanzado durante la expansión de mediados de la década de los años noventa, el actual ciclo de crecimiento en el consumo per cápita se ha dado con mayor aceleración; no obstante, hay que resaltar que parte de esta tendencia puede estar asociada con el estancamiento que se observó en el consumo per cápita en los primeros años de la década actual, luego de la caída del 7% entre 1998 y 1999 (Gráfico 8).



Según las cifras trimestrales, el consumo de los hogares alcanzó su máxima tasa de crecimiento anual en diciembre de 2007, luego de haber exhibido una desaceleración en los dos trimestres anteriores

frente a los registros de comienzos de año. Este comportamiento, hasta el tercer trimestre, es coherente con la tendencia del crédito de consumo, el cual registró tasas reales de crecimiento descendentes a lo largo de 2007 desde niveles históricamente altos, y finalizando el año con aumentos cercanos a tres veces el incremento del PIB real (gráficos 9 y 10).

Otra información utilizada con frecuencia para pronosticar el comportamiento del consumo es la encuesta de confianza del consumidor, realizada por Fedesarrollo, cuyo registro más reciente, para el cuarto trimestre de 2007 mostró un fuerte repunte y se ubica en niveles históricamente altos. Esto sugería una aceleración del consumo de los hogares frente a lo observado en el tercer trimestre, que fue ratificada por las cifras del DANE.

El consumo del sector público mostró un crecimiento inferior al del PIB a lo largo de 2007 (2,9%), pero superior al registrado en 2006, lo cual es afín con los programas de ajuste fiscal y moderación del gasto público. Gracias a que desde el año 2000 registra crecimientos moderados e inferiores a los del PIB, el consumo público en 2007 habría alcanzado una participación en éste cercana a 18%, inferior a la registrada en años anteriores.

Con respecto a la inversión, en 2007 se completaron cinco años consecutivos de crecimiento cercanos al 20%, cifras muy favorables para la expansión de la capacidad productiva de la economía. Durante 2007 este incremento se concentró en maquinaria y equipo, que creció 25,2%, y en obras civiles, que lo hizo 28,2%, esta última estuvo focalizada en proyectos de construcción y pavimentación de carreteras, transporte masivo y exploración para la extracción minera. El comportamiento favorable de la inversión, en parte destinado a la ampliación de la capacidad instalada de las empresas, se logró por factores como: menores costos asociados con la apreciación de la tasa de cambio², el incentivo tributario a la reinversión de utilidades, expectativas de un buen desempeño de la demanda interna, y un bajo costo del uso del capital, entre otros.



² La apreciación promedio del tipo de cambio en 2007, que fue del 12%, favoreció las importaciones, de las cuales cerca del 36% correspondieron a bienes de capital, con una elevada participación de maquinaria y equipo.

En términos reales la inversión alcanzó un pico histórico en 2007, representando el 27,8% del PIB, mientras que en los años noventa su nivel máximo fue de 24%. En aquella oportunidad la expansión provino, en mayor medida, de la construcción (sectores no transables), en particular de edificaciones, mientras que en la actualidad el incremento en la inversión está más enfocado en maquinaria y equipo (sectores transables), lo cual contribuye de una manera más directa al incremento de la capacidad productiva y a alcanzar mayores niveles de productividad.

2. Demanda externa

A pesar de las menores ventas hacia los Estados Unidos, las exportaciones colombianas en 2007 presentaron un buen comportamiento gracias a los elevados términos de intercambio y a la fuerte demanda de otros socios comerciales, especialmente de Venezuela. No obstante, la balanza comercial fue negativa, debido al dinamismo de las importaciones, en especial las de bienes de consumo y de capital, factores que llevaron a ampliar el déficit en la cuenta corriente. Esta ampliación del déficit es el resultado de la fuerte expansión de la demanda interna, impulsada por el elevado crecimiento del gasto del sector privado en consumo e inversión, como se explicó en la sección anterior.

Según las cifras de las Cuentas nacionales, en términos reales las exportaciones crecieron 7,5%, mientras que las compras al exterior lo hicieron a un ritmo de 16,4%. Las cifras en dólares de la balanza de pagos reflejan una tendencia similar: las exportaciones tradicionales en 2007 crecieron 17%, mientras que las no tradicionales lo hicieron 24%. Por su parte, las importaciones aumentaron en dólares cerca del 26% anual (para mayor detalle sobre el desempeño del sector externo, véase el capítulo VI de este informe).

3. Crecimiento por el lado de la oferta

La producción de la mayoría de los sectores económicos culminaron el año con incrementos similares o superiores a los registrados en 2006. En 2007, al igual que en 2006, el crecimiento del PIB fue liderado, en gran medida, por la producción industrial, el sector de comercio, reparación, restaurantes y hoteles, y el sector de transporte, los cuales se expandieron a una tasa anual de 10,6%, 10,4%, y 12,5% respectivamente (Cuadro 2).

Otro de los sectores que estimuló el aumento del PIB fue la construcción, con un crecimiento anual de 13,3%, completando seis años de aumentos por encima del 10% anual. Dentro del grupo se destaca la fuerte dinámica de las obras civiles, las cuales crecieron 28,2% en 2007. En cuanto a las edificaciones, culminaron el año con un aumento de 3,2%, mostrando una

variación anual negativa en el segundo semestre de 2007. A pesar de lo anterior, los productos de la industria relacionados con edificaciones, como madera, hierro y cemento, así como las licencias de construcción, continuaron creciendo a tasas altas durante el año (Cuadro 3).

La dinámica del PIB por el lado de la oferta en 2007 se dio tanto por los sectores transables como por los no transables de la economía. Para el caso de los sectores transables el crecimiento fue de 7,4%, cifra inferior a la del sector industrial (la cual es más del 40% de los sectores transables). Esto se debe a la baja expansión del sector de agricultura, silvicultura, caza y pesca (2,6%). A pesar del pobre desempeño de la agricultura, las actividades transables continúan con una dinámica expansionista y con tasas históricamente altas desde 1994 (Gráfico 11).

Respecto a los sectores no transables se registró un crecimiento de 7,6%, acelerándose frente a 2006 en 100 pb. Lo anterior se debe principalmente al comportamiento de los servicios sociales, comunales y personales, y en

Cuadro 3 Crecimiento real anual del PIB sectorial (porcentaje)				
	2004	2005	2006	2007
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	2,0	1,9	2,3	2,6
Explotación de minas y canteras	2,7	2,1	0,1	4,6
Electricidad, gas y agua	2,8	5,0	3,0	2,3
Industria manufacturera	7,2	3,9	10,8	10,6
Construcción	12,4	11,8	14,8	13,3
Edificaciones	29,4	3,5	13,3	3,2
Obras civiles	(10,0)	27,3	17,2	28,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	7,6	7,2	11,1	10,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	4,7	10,3	12,5
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	4,8	3,6	1,4	8,3
Servicios sociales, comunales y personales	1,4	3,9	2,2	3,1
Intermediación financiera medida indirectamente	10,3	8,4	(6,7)	22,5
Subtotal valor agregado	4,5	4,2	6,4	6,9
PIB	4,9	4,7	6,8	7,5
Impuestos menos subsidios	10,6	11,5	12,8	14,8
Servicios financieros netos de SIFMI	3,1	2,1	4,1	3,9
Transables ^{a/}	5,0	3,5	7,3	7,4
No transables	4,8	5,5	6,6	7,6

a/ Se supone como transables los sectores agropecuario, minero, manufacturero; los servicios de transporte aéreo, acuático, complementarios y auxiliares, y algunos servicios privados a las empresas.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.



especial con los servicios del Gobierno, los cuales en 2006 crecieron 2,1% y el año pasado lo hicieron a una tasa anual de 2,9%, así como a la dinámica de los sectores de comercio (10,4%), transporte terrestre (7,5%) y construcción (13,3%) (Cuadro 3).

B. Pronóstico del PIB en 2008

Para 2008 se espera que la demanda se modere, en parte como respuesta a los ajustes de política monetaria adelantados desde mediados de 2006. Adicionalmente, en 2008 se harán presentes otros factores que pueden contribuir a un menor dinamismo de la economía, principalmente originados en el contexto externo:

- El primero de ellos es un crecimiento en los Estados Unidos y en el resto del mundo menor que el observado en años recientes, lo cual afectaría el desempeño de nuestras exportaciones, los términos de intercambio, las remesas del exterior y los flujos de capital.
- Otro factor tiene que ver con el comercio con Venezuela, que en años recientes ha tenido un fuerte dinamismo, impulsando actividades como la agricultura y la industria de Colombia. Para 2008 se espera que este efecto ya no esté presente, debido a una posible desaceleración en el crecimiento económico venezolano, a lo cual se sumarían las restricciones al comercio anunciadas por dicho Gobierno.
- Es probable que el incremento en los precios de los alimentos y el combustible genere una menor capacidad de compra de los consumidores. Adicionalmente, estos aumentos pueden producir una recomposición de sus hábitos de consumo al darle mayor prioridad a aquellos bienes de bajo costo o menor valor agregado. En estas circunstancias, es más factible una moderación del consumo privado.

Para realizar el pronóstico del PIB para 2008 se consideraron varios escenarios con base en diversas metodologías, teniendo en cuenta la incertidumbre sobre el contexto externo y las tendencias internas recientes. En todos

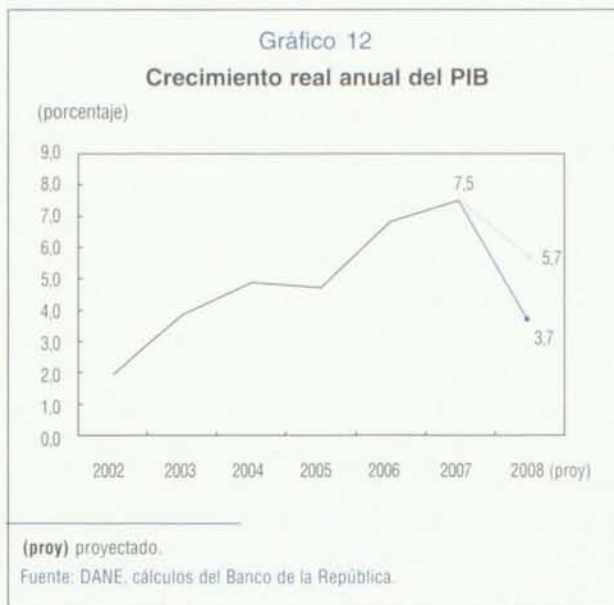
los casos se contempló un mayor déficit en cuenta corriente para 2008 que el registrado en 2007, en parte como consecuencia de un aumento en las importaciones de maquinaria y equipo militar. Así mismo, se supuso que la dinámica favorable para la inversión extranjera directa observada en años recientes continuaría en 2008. Esta última proyección incluye varias obras de infraestructura anunciadas para el presente año, tales como la ampliación de la refinería de Cartagena y obras de ingeniería civil relacionadas con el desarrollo del plan vial.

Los pronósticos también consideran un aumento del ingreso nacional por una expansión de la producción petrolera y por unos términos de intercambio relativamente favorables. Bajo un escenario de recesión marcada en los Estados Unidos se esperarían menores términos de intercambio, con efectos negativos sobre el ingreso. Con respecto al gasto público, se supone un rango de crecimiento entre 4% y 6% para el consumo, y entre 10% y 15% para la inversión.

En materia de exportaciones a Venezuela los pronósticos incluyen una reducción de las ventas de automóviles en un 50%, frente al valor de 2007, cuando las exportaciones de vehículos representaron el 19% de las ventas totales a Venezuela y el 7% de las industriales a todos los destinos. Se estima que el impacto sobre el PIB por dicha restricción sería de 0,2 pp, suponiendo que las ventas hacia otros destinos o al interior del país no compensen la pérdida del mercado venezolano.

Así las cosas, el rango estimado para el crecimiento del PIB de 2008 se situaría entre 3,7% y 5,7% (Gráfico 12). La parte baja del rango corresponde a una recesión marcada en los Estados Unidos, con un efecto negativo más fuerte sobre los términos de intercambio, el crecimiento de nuestros socios comerciales y menores ventas a Venezuela.

Los pronósticos indican que las tendencias de los diferentes tipos de gasto se moderarían durante 2008, respondiendo a las mayores tasas de interés y a un crecimiento más lento del crédito. El comportamiento de las exportaciones y de la inversión estaría fuertemente asociado con el escenario de



contexto externo que se considere; así, con una desaceleración no muy profunda en los Estados Unidos la inversión y las exportaciones no se verían afectadas sustancialmente.

Teniendo en cuenta lo anterior, y dadas las circunstancias internas y externas actuales, lo más probable es que el crecimiento del PIB se sitúe en la parte superior del intervalo mencionado, aunque menor a lo reportado por el promedio de los analistas (5,3%) en el *Informe sobre Inflación* de diciembre.

Dado el pronóstico más probable de crecimiento, los riesgos más importantes son a la baja, por la difícil coyuntura externa y por los problemas que enfrentan las exportaciones a Venezuela. Por su parte, un aumento del PIB superior al escenario más probable, podría estar asociado con un mayor gasto público (consumo e inversión) y con flujos de IED superiores a los registrados en 2007.

III. TENDENCIAS RECIENTES DEL MERCADO LABORAL

El año pasado las cifras del mercado laboral estuvieron en el centro de discusión de los analistas. La introducción de una nueva metodología para la recolección de los datos muestrales en julio de 2006 y, en particular, la posterior ampliación del formulario de la encuesta para incluir un módulo adicional de preguntas propuestas por el Banco Mundial en agosto del mismo año pudieron originar, según la opinión de expertos, cambios significativos en el comportamiento de las series durante 2007. Estas alteraciones hacen confiables únicamente los resultados del cuarto trimestre del año en niveles y proporciones, cuando, ya retirado el módulo adicional de preguntas, las series parecerían volver a retomar las tendencias que traían antes de las modificaciones señaladas. Este capítulo analiza las alteraciones en el comportamiento y la evolución reciente de los principales indicadores laborales durante 2007, acudiendo además a otras fuentes disponibles.

En el Recuadro 3 al final del capítulo se presenta una breve disertación acerca de las implicaciones de los cambios metodológicos efectuados con la introducción de la nueva encuesta de hogares (Gran encuesta integrada de hogares [GEIH]) en las estadísticas de empleo. Se concluye que se puede confiar en los indicadores laborales expresados en tasas y en niveles del cuarto trimestre del año, mas no en sus variaciones, puesto que probablemente las series en el resto del año pudieron estar distorsionadas. Teniendo en cuenta estas limitaciones, en el Cuadro 4 se aprecia la evolución de los principales indicadores laborales entre 2004 y 2007, tanto para los promedios anuales como para los últimos trimestres de cada año, en cada uno de los dominios de la GEIH.

Cuadro 4
Indicadores del mercado laboral

	Promedio anual				IV trimestre			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Tasa global de participación								
Nacional	60,80	59,93	58,37	57,66	60,73	60,83	56,76	59,00
Área rural	58,23	56,83	54,41	52,35	58,15	57,06	51,21	54,89
Cabeceras	61,73	61,05	59,77	59,50	61,66	62,17	58,71	60,42
Trece ciudades	62,92	62,73	61,16	61,02	63,15	63,55	59,63	61,51
Tasa de ocupación								
Nacional	52,53	52,89	51,35	51,24	53,39	54,63	50,31	53,24
Área rural	52,92	52,73	49,90	48,26	53,95	53,38	47,11	51,14
Cabeceras	52,39	52,95	51,86	52,27	53,19	55,07	51,43	53,97
Trece ciudades	53,23	53,99	53,22	54,06	54,53	55,84	52,33	55,44
Tasa de desempleo								
Nacional	13,60	11,75	12,03	11,13	12,08	10,19	11,37	9,76
Área rural	9,12	7,20	8,29	7,81	7,21	6,45	8,02	6,84
Cabeceras	15,13	13,26	13,24	12,14	13,74	11,41	12,40	10,68
Trece ciudades	15,40	13,93	12,98	11,41	13,66	12,12	12,26	9,87

Fuente: DANE.

Como se observa, para todo 2007 la tasa de ocupación nacional, el indicador que refleja la demanda por trabajo que realizan las firmas productivas, fue en promedio la misma que la de 2006, lo cual no refleja el favorable desempeño de la economía a lo largo de 2007: es decir, según los promedios anuales, al parecer la economía creció sin demandar empleo adicional. Consecuentemente, el descenso promedio en la tasa de desempleo anual se debería exclusivamente a la caída de la tasa de participación —que mide la oferta laboral—, la cual, en épocas de crecimiento, sólo se justifica si opera la hipótesis del trabajador excedente³.

El panorama que muestran las cifras del último trimestre del año es distinto: hay aumentos significativos de las tasas de ocupación y de participación para todos los dominios de la encuesta, tanto si se comparan dichas tasas con las cifras del último trimestre de 2006 —variaciones anuales que pueden estar sobreestimadas— como si se comparan con las cifras promedio de todo el año 2006 —aunque estas comparaciones pueden sobreestimar también los diferenciales por efecto de la estacionalidad de las series—. El aumento de la demanda por trabajo, traducido en tasas de ocupación más altas, y la mayor participación de los trabajadores en el mercado, es más coherente

³ Según esta hipótesis, en momentos de auge económico los salarios esperados de los miembros del grupo familiar se incrementan, lo que ocasiona que los trabajadores "excedentes" de los hogares —distintos a los jefes de hogar— se retiren del mercado laboral.



con una economía con altas tasas de crecimiento. Asimismo, la tasa de desempleo en todos los dominios de la encuesta para finales de 2007 registra las cifras más bajas de los últimos diez años: 9,8% para el total nacional, 9,9% para las trece principales áreas metropolitanas y 6,8% para la zona rural. Así pues, según las cifras más recientes de la GEIH, en el mercado laboral se tiene uno de los escenarios más dinámicos de toda la década.

Otros indicadores disponibles muestran también una

importante dinámica en la creación de empleo. Según las encuestas sectoriales del DANE, el empleo total en el comercio completó en 2007 dos años seguidos creciendo a tasas por encima del 5%, sin mostrar, hasta la fecha, ningún indicio de desaceleración. Por otra parte, el empleo total en la industria continuó aumentando a tasas superiores al 2%, y aunque durante el primer semestre de 2007 mostró una desaceleración causada por el comportamiento de los temporales —que pasaron de crecer 10,6% en enero a crecer 2,3% en septiembre, por debajo del empleo total—, en el segundo se aceleró y registró a finales del año una tasa de crecimiento del 2,5% (Gráfico 13). Cabe señalar que durante 2007, por primera vez en 15 años, el empleo permanente de la industria registró un crecimiento positivo, lo que indica que los puestos de trabajo creados fueron formales y de calidad.

RECUADRO 3

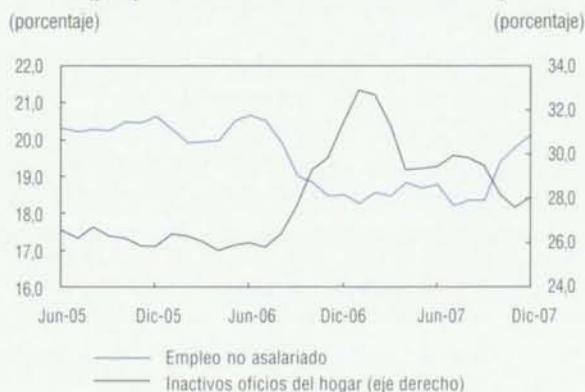
IMPLICACIONES DE LA INTRODUCCIÓN DE LA GRAN ENCUESTA INTEGRADA DE HOGARES (GEIH) EN LOS INDICADORES LABORALES DE 2007

La Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) fue iniciada en julio de 2006 con el propósito de mejorar la calidad de la información laboral y de ampliar la cobertura geográfica y temática. Para esto último, y debido además a la introducción en agosto de un módulo adicional sobre trayectorias laborales propuesta por el Banco Mundial, se aumentó de

manera notoria el número de preguntas tanto básicas como propiamente laborales de la encuesta, entre otras innovaciones metodológicas efectuadas. Al aplicar estas modificaciones se registró un cambio en el comportamiento de las series, en particular de la de ocupados no asalariados y de la de inactivos, dedicados a oficios del hogar e incapacitados permanentes. Esto repercutió en la medición del total de los ocupados y de los inactivos y tuvo efectos sobre las tasas de ocupación, de participación y de desempleo¹. Sin embargo, en octubre de 2007, cuando se retiró el módulo de trayectorias laborales y se volvió a simplificar el formulario de la encuesta, las series indicadas parecieron retomar sus tendencias anteriores, dando indicios de que, efectivamente, el cambio en la extensión de la encuesta pudo distorsionar las cifras laborales del 2007.

Gráfico R3.1

**A. Empleo no asalariado e inactivos
oficios del hogar (nacional)
(proporción de la PET- media móvil 3)**



**B. Tasa de ocupación e inactividad (nacional)
(proporción de la PET- media móvil 3)**



Nota: la línea muestra la introducción de los cambios metodológicos.
Fuente: DANE

¹ Para ver por qué se deben tener en cuenta las definiciones de las tasas de ocupación (TO), global de participación (TGP) y de desempleo (TD):

donde PET = población en edad de trabajar

donde PEA = población económicamente activa.

($PEA = PET - \text{inactivos}$)

Se puede observar que el total de ocupados y de inactivos afectan la TO y la TGP . Paralelamente, la tasa de desempleo también se ve afectada, porque ésta depende de la TO y la TGP .

($PEA = \text{ocupados} + \text{desocupados}$).

El Gráfico R3.1 muestra el comportamiento de las variables señaladas (ocupados totales y no asalariados e inactivos totales y en oficios del hogar) como proporción de la población en edad de trabajar durante 2007: se observa que cuando se introdujeron las revisiones al formulario, es decir, hacia agosto de 2006, el comportamiento de las series se modificó drásticamente, con una inexplicable tendencia alcista de la población inactiva y una fuerte caída del empleo no asalariado. Esto, a su vez, se reflejó en una sensible caída de la tasa de ocupación y en un agudo incremento de la tasa de inactividad. Hacia octubre de 2007, cuando se simplificó de nuevo el formulario, dichas series recuperaron la senda que traían².

Las alteraciones de estas series hacen pensar que la tasa de desempleo registrada en el último trimestre de 2006 y los tres primeros trimestres de 2007 pudo haberse distorsionado, al reducirse la población económicamente activa (PEA) —por la caída en el número de ocupados— sin que se afectaran los desocupados. Estudios preliminares³ sugieren que para dicho período la sobrestimación de la tasa de desempleo pudo ser en promedio de 0,6 puntos porcentuales con respecto a la señalada por el DANE. Así las cosas, los indicadores laborales para todo 2007 deben ser evaluados con cautela.

² Al parecer, la ampliación del formulario desencadenó problemas de diligenciamiento. Por ejemplo, parte de la población ocupada pudo ser catalogada como inactiva, en particular en el grupo de incapacitados permanentes para trabajar y dedicados exclusivamente a oficios del hogar.

³ Hugo López, "Los datos de empleo del DANE del último trimestre de 2007, ilusiones estadísticas y tendencias reales", Banco de la República, documento interno de trabajo, 2008.

IV. POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA

A. Decisiones de política monetaria 2006-2007

El entorno externo favorable, la mejora en los niveles de confianza del país y el estímulo al crecimiento económico generado por la reducción de tasas de interés a lo largo del primer lustro de la presente década (de 12% en diciembre de 1999 a 6% en diciembre de 2005), contribuyeron para que la economía colombiana experimentara un proceso de recuperación después de la crisis observada en 1999. Este período de disminución de tasas sólo fue interrumpido en 2003, cuando la JDBR aumentó sus tasas en 200 pb, en un contexto de una alta depreciación del peso, la cual generó aumentos en la inflación básica y una aceleración en las expectativas de inflación.

Fue así como al terminar 2005 la tasa de interés de expansión del Banco de la República se ubicó en 6,0% y en 1,9% en términos reales⁴, cifras inferiores en su orden en 550 y 30 pp, frente a los registros de diciembre de 2000.

Los primeros cinco años de la presente década también se caracterizaron por excesos de capacidad instalada, un crecimiento económico inferior a su potencial y unas expectativas decrecientes de inflación. En este contexto la política monetaria holgada impulsó el crecimiento sin generar presiones sobre los precios, manteniendo la inflación en una senda decreciente.

En el primer trimestre de 2006 la inflación y sus expectativas se encontraban dentro del rango meta de ese año y en niveles históricamente bajos, sin embargo, la información disponible de la actividad económica y sus perspectivas, así como las proyecciones del crecimiento del IPC, mostraban la necesidad de un cambio en la postura de la política monetaria hacia una zona más restrictiva. Los principales hechos que justificaban esta conclusión eran los siguientes:

- No obstante el aumento en la inversión, la demanda interna se incrementaba más allá de la capacidad de producción de la economía. El consumo de los hogares se aceleraba, impulsado por una expansión de la cartera destinada a este último sector. Adicionalmente, las tasas de interés de crédito estaban en niveles históricamente bajos, en particular las de consumo.
- Los modelos de pronóstico de inflación del Banco sugerían que, para llevar el crecimiento de precios a la meta de inflación de largo plazo, era necesario reducir la holgura de la política monetaria.

Por lo anterior, a partir de abril de 2006 la JDBR decidió iniciar un período de incrementos progresivos, de 25 pb en cada ocasión, en la tasa de interés de intervención: entre marzo y diciembre de 2006 aumentó 150 pb, al pasar de 6% a 7,5%.

A pesar del cumplimiento de la meta de inflación en 2006, y teniendo en cuenta que las proyecciones de inflación y de crecimiento de la economía confirmaban la presencia de presiones inflacionarias que ponían en riesgo el logro de la meta propuesta, la JDBR decidió en todas sus reuniones del primer semestre de 2007 continuar con los aumentos en la tasa de interés de intervención, hasta situarla en junio de 2007 en 9%.

La JDBR también tomó otras medidas en el primer semestre de 2007:

⁴ Deflactada con el IPC sin alimentos.

- Ante las fuertes presiones a la apreciación del peso que resurgieron al inicio de 2007, el Banco de la República reactivó la intervención discrecional en el mercado cambiario. Para compensar los efectos monetarios se habilitaron los depósitos remunerados de contracción no constitutivos de encaje.
- Se restableció el depósito al endeudamiento externo con el fin de limitar la entrada de capitales de corto plazo. También se impuso un límite a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del sistema financiero.
- Se implementaron medidas para moderar el crecimiento del crédito y reforzar el impacto sobre la demanda agregada de la postura más restrictiva de la política monetaria, las cuales consistieron en establecer un encaje marginal no remunerado sobre las captaciones.

Las anteriores medidas empezaron a tener efecto a comienzos de mayo. En primer lugar, las entradas netas de capitales de corto plazo, que venían creciendo a tasas elevadas, se desaceleraron. En segundo término, la cartera moderó su expansión y se aceleró la transmisión de la tasa repo hacia las demás tasas de interés del mercado.

En el tercer trimestre de 2007 las cifras de actividad económica mostraron una moderación en su crecimiento, al tiempo que la expansión del PIB continuaba impulsada, principalmente por la demanda interna, en especial por la inversión. El consumo de los hogares siguió ampliándose a tasas altas, pero a un menor ritmo que en trimestres anteriores. En el panorama externo, las noticias sobre los Estados Unidos apuntaban a una desaceleración moderada de su crecimiento económico, con un bajo impacto sobre nuestra economía.

Por el lado del crédito, a pesar de la desaceleración de algunos tipos de préstamos, a lo largo del segundo semestre el crecimiento real anual de la cartera mantuvo niveles que duplicaban el del PIB real. Por su parte, las tasas de interés activas aumentaron y se ubicaron en niveles cercanos a su media histórica, calculada desde 1997.

Es así como en un entorno caracterizado por fuertes crecimientos de la demanda agregada y del crédito, alta utilización de la capacidad instalada, incremento en las expectativas de inflación y un contexto internacional donde las noticias apuntaban a una moderación de la demanda externa, la JDBR decidió aumentar en dos oportunidades más sus tasas de intervención (25 pb en agosto y 25 pb en noviembre), finalizando el año en 9,50%. El último incremento también buscaba anclar las expectativas y afianzar la credibilidad en el cumplimiento de la meta de inflación, que para 2008 se fijó en un rango entre 3,5% y 4,5% (el mismo que había regido para 2007).

B. Política cambiaria

1. Intervención cambiaria y decisiones de política

La mayor parte de 2007 se caracterizó por ser un período de fuertes presiones a la revaluación, como resultado de entradas masivas de capitales asociadas con IED, principalmente para petróleo y minería, y las provenientes de los pagos por las compras de empresas (Ecogas, Granbanco y Acerías Paz del Río, entre otros), recursos que fueron de por sí de una magnitud considerable. Bajo este escenario, el Emisor realizó intervenciones en el mercado cambiario sin abandonar su esquema de inflación objetivo adoptado desde 1999. Dentro de este marco, el logro de la meta de inflación fue su principal objetivo y por ello, frente a los riesgos inflacionarios futuros, la JDBR continuó incrementando la tasa de interés de política.

El flujo de capitales mencionado resultó en una mayor revaluación, fenómeno que incentivó fuertes entradas de otros recursos de capital externo, como los de portafolio. Esto acentuó aún más la apreciación del peso durante la primera parte del año: en particular, entre los meses de enero y abril de 2007 el peso colombiano se revaluó 3,5% en promedio, frente al mismo período del año anterior, y lo hizo 6,6% en año completo.

Por lo anterior, y con el objetivo de reducir la acentuada volatilidad que se estaba presentando en el tipo de cambio y de atenuar la presión hacia una apreciación más fuerte, el Banco de la República realizó compras netas de divisas por US\$4.725 m durante el primer semestre del año. La modalidad por medio de la cual se realizó la mayor parte de estas compras fue el mecanismo de intervención discrecional (Cuadro 5), llevada a cabo entre enero y abril.

Cuadro 5						
Operaciones de compraventa de divisas del Banco de la República						
(millones de dólares)						
Concepto	2006 acumulado ene.-dic.	2007				Acumulado ene.-dic.
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Compras	1.781	3.861	1.041	180	1	5.082
Opciones <i>put</i> para el control de la volatilidad	584	0	375	180	1	555
Intervención discrecional	1.197	3.861	666	0	0	4.527
Ventas	1.944	0	177	180	13	369
Opciones <i>call</i> para el control de la volatilidad	944	0	177	180	13	369
Gobierno nacional	1.000	0	0	0	0	0
Compras netas	(164)	3.861	864	0	(12)	4.713
Fuente: Banco de la República.						

La fuerte intervención del Banco de la República en el mercado cambiario durante el primer trimestre de 2007 produjo una expansión de la oferta de base monetaria por valor de \$8.517 mm, la cual fue esterilizada en su totalidad, ya que durante el mismo período la demanda de base se redujo en \$527 mm. Este esfuerzo permitió conciliar de manera adecuada las políticas monetaria y cambiaria; para lo cual se utilizaron los siguientes mecanismos: i) reducción de las operaciones repo de expansión (\$6.046 mm); ii) aumento de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República, (\$2.194 mm); y, iii) ventas y vencimientos netos de TES (\$914 mm) (Cuadro 6).

Cuadro 6										
Fuentes de la base monetaria, variación trimestral										
(miles de millones de pesos)										
	2006					2007				
	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Acumulado	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Acumulado
I. Gobierno	(4.589)	2.313	753	3.523	2.000	(2.194)	(5.565)	2.708	2.935	(2.117)
Traslado de utilidades ^{a/}	793	0	0	0	793	0	0	0	0	0
Pesos	793				793					0
Depósitos en el Banco de la República	(5.382)	2.313	753	3.523	1.207	(2.194)	(5.565)	2.708	2.935	(2.117)
II. TES regulación	(32)	93	(368)	(18)	(326)	(914)	(56)	(39)	(151)	(1.161)
Compras definitivas	0	202	0	431	633	60	0	0	0	60
Ventas definitivas	0	0	0	(430)	(430)	(660)	0	0	0	(660)
Vencimiento	(32)	(109)	(368)	(20)	(529)	(315)	(56)	(39)	(151)	(561)
III. Operaciones de liquidez del Banco de la República	1.885	974	(165)	(108)	2.586	(6.046)	4.641	(2.525)	2.438	(1.492)
Expansión ^{b/}	1.885	974	(165)	(108)	2.586	(6.046)	5.801	(3.269)	2.281	(1.233)
Contracción	0	0	0	0	0	0	(1.160)	743	158	(259)
IV. Divisas	435	(2.315)	962	436	(482)	8.517	1.835	(1)	(25)	10.326
Opciones de acumulación	0	0	962	436	1.398	0	759	359	1	1.119
Opciones de desacumulación	0	(2.315)	0	0	(2.315)	0	(347)	(360)	(26)	(732)
Intervención discrecional	2.702	0	0	0	2.702	8.517	1.422	0	0	9.939
Venta de divisas al Gobierno	(2.268)	0	0	0	(2.268)	0	0	0	0	0
V. Otros ^{c/}	30	238	75	107	450	110	(748)	(714)	1.179	(173)
Variación total de la base	(2.272)	1.303	1.257	3.940	4.228	(527)	106	(572)	6.377	5.383
Saldo de la base	20.532	21.835	23.092	27.032	27.032	26.505	26.611	26.038	32.415	32.415

a/ El 28 de febrero de 2007 se giraron las utilidades del Gobierno en dólares: \$1.186 mm (US\$533 m).

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

c/ Dentro de otros se encuentra, principalmente, el efecto monetario del P y G del Banco de la República, así como el efecto monetario de los depósitos por endeudamiento y portafolio externos.

Fuente: Banco de la República.

A pesar del uso de estos mecanismos de esterilización, la tasa de interés interbancaria (TIB) se ubicó por debajo de la tasa de interés de política consistente con el logro de las metas de inflación. Para corregir esta situación, a finales de marzo de 2007 la JDBR decidió reabrir la ventanilla de contracción, la cual había permanecido cerrada desde diciembre de 2004, y habilitar el mecanismo de depósitos remunerados no constitutivos de encaje por parte del sistema financiero a partir del 2 de abril del mismo año. Como resultado, el Banco pasó de tener una posición de acreedor neto a una de deudor neto en el mercado monetario.

Las presiones inflacionarias que llevaron a que la JDBR continuara con su política de alza en las tasas de interés hicieron evidente la incoherencia entre las políticas monetaria y cambiaria. Este hecho le restó credibilidad y efectividad a la intervención cambiaria llevada a cabo hasta ese momento y, como resultado, se presentó un fuerte incremento en las entradas de los flujos de capital del exterior, siendo particularmente importante el de inversiones de capital de portafolio.

Por lo anterior, el Banco suspendió las compras discrecionales de divisas desde finales de abril, y, en coordinación con el Gobierno nacional, estableció mecanismos para detener el fuerte ingreso de capitales del exterior. En particular, la JDBR y el Gobierno nacional tomaron las siguientes medidas en mayo de 2007:

- Se estableció un *depósito obligatorio* no remunerado en el Banco de la República en moneda legal durante seis meses, por un monto equivalente al 40% del valor de los desembolsos de deuda externa diferente de prefinanciación de exportaciones.
- Se fijó un depósito obligatorio no remunerado en el Banco en moneda legal durante doce meses, por un monto equivalente al 11% en el caso de canalización de préstamos en moneda extranjera para prefinanciar exportaciones⁵.
- Se estableció un límite de apalancamiento del 500% del patrimonio técnico de los intermediarios financieros para operaciones en el mercado de derivados, con el objeto de limitar los riesgos de contraparte.
- En el caso de las inversiones de portafolio de capital extranjero se estableció un depósito obligatorio no remunerado en moneda legal en el

⁵ En este caso, al igual que en el de los desembolsos de deuda externa, en noviembre se permitió la constitución de estos depósitos en moneda extranjera. En cuanto al depósito para prefinanciar exportaciones se estableció un porcentaje de 20% en tanto el mismo se realizara en moneda extranjera.

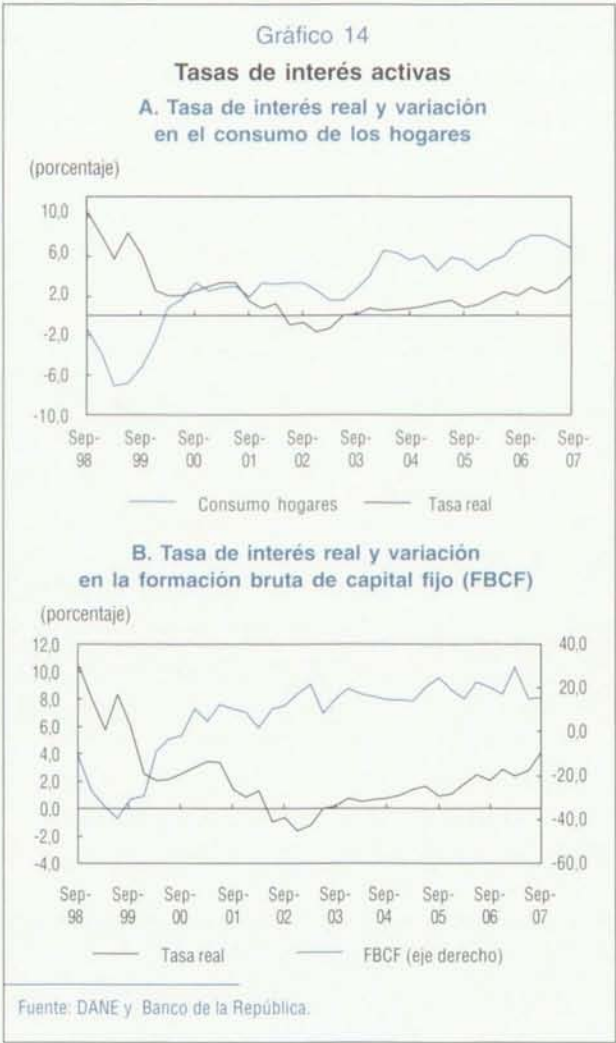
Banco de la República, equivalente al 40% del valor de las nuevas inversiones. Así, en diciembre de 2007 se permitió constituir el depósito en moneda extranjera, y su porcentaje se mantuvo en 40%. Además, en la misma fecha se redujeron los castigos en caso de retiro anticipado, tanto de los depósitos en pesos como en dólares.

C. Transmisión de la política monetaria

1. Esquema cambiario y rezagos en la transmisión de las decisiones de política monetaria

Desde 1999 Colombia sigue una estrategia de inflación objetivo. Bajo este esquema la estabilidad de precios y la suavización del ciclo económico son los objetivos deseados. Con el fin de alcanzarlos, el banco central cuenta con las tasas de interés de intervención, las cuales son el instrumento por medio del

cual se influye sobre el costo del dinero. Estas modificaciones de las tasas de intervención se transmiten al resto de la economía a través de diversos canales, los cuales afectan la demanda agregada y sus principales componentes, el consumo y la inversión. Cuando la tasa de interés disminuye, la financiación de proyectos se hace menos costosa (debido a incrementos en el valor del colateral de las firmas) de tal manera que las firmas se inclinan a llevar a cabo proyectos de inversión. Los hogares, por su parte, pueden financiar más fácilmente la compra de bienes durables (y los bancos están más dispuestos a prestarles para ello). Por lo anterior, entre más baja se encuentre la tasa de interés real, más altos serán la inversión y el consumo.



El Gráfico 14 muestra la relación entre la tasa de interés

de intervención real y el crecimiento del consumo y la inversión para Colombia desde 1998. Hasta 2003 estos indicadores se comportaron de la manera prevista; sin embargo, a partir de allí, y ante una perspectiva de mayor crecimiento económico, el consumo y la inversión han mantenido una pendiente positiva a pesar de los incrementos en las tasas de interés.

Así las cosas, el Banco, por medio de sus tasas de intervención, tiene la capacidad de influir sobre las decisiones de los hogares y las firmas de la economía, aunque, como la evidencia reciente lo demuestra, hay otras variables que intervienen y le restan efectividad. En tales condiciones, un incremento de la demanda agregada mayor a la capacidad productiva de la economía podría crear presiones inflacionarias que afectan, en mayor medida, a aquellos hogares cuya proporción del ingreso consumida en una canasta básica es muy alta.

Para entender de manera completa cómo la política monetaria funciona, es necesario examinar todas las formas como ésta afecta la economía. A la descripción de las mismas tradicionalmente se les conoce como los canales de transmisión de la política monetaria. Es posible clasificar estos canales en cuatro grupos: los tradicionales (tasa de interés y tipo de cambio), el canal de crédito, las expectativas de inflación y los precios de los activos.

- *Tasa de interés y tipo de cambio:* las modificaciones que realiza el banco central a sus tasas de intervención alteran las tasas reales, lo cual, tal como se mostró, tiene efectos directos sobre el consumo y la inversión. Esto también actúa sobre el tipo de cambio en sentidos opuestos. Por un lado, cuando la tasa de interés real de corto plazo disminuye, la demanda por activos colombianos cae, lo cual a su vez, reduce la demanda por pesos colombianos, generando, así una depreciación. Por el otro, la disminución en la tasa de interés real de corto plazo incrementa el diferencial entre las tasas externas y locales de largo plazo (producto del empinamiento de la curva de rendimientos), generando una expectativa de apreciación. El tipo de cambio observado variará, entonces, dependiendo de cuál de los dos efectos descritos es mayor. Si hay una depreciación, se incrementa el costo de los bienes y servicios importados, reduciendo las importaciones. Al mismo tiempo, producto de un bajo valor del peso, los bienes y servicios exportables se hacen más baratos en el exterior, incrementando las exportaciones. La anterior combinación, importaciones más bajas y exportaciones más altas, significan unas exportaciones netas más elevadas. Dependiendo de la velocidad de transmisión a los precios internos, la mayor devaluación nominal de la moneda puede generar más inflación, a través de mayores precios de bienes transables.
- *El canal de crédito:* las decisiones de cambios de las tasas de intervención por parte del banco central tienen efectos sobre el costo de fondeo

de las instituciones financieras. Un incremento de dichas tasas aumenta los costos de los préstamos que tienen las instituciones financieras con el banco central y, por tanto, genera presiones para que estos aumenten las tasas de los préstamos que otorgan. Además, esta presión lleva a que las instituciones entren a competir por los depósitos de los particulares, presionando al alza las tasas de captación. El efecto conjunto se constituye en un estímulo al ahorro, un desestímulo al consumo, y por esta vía menores presiones de demanda que llevan consigo menores presiones inflacionarias.

- *Las expectativas de inflación:* al presentarse cambios en las tasas de interés se influye sobre las expectativas de inflación de los agentes. Si existe confianza y credibilidad en las políticas del banco central, los ajustes de precios deberían realizarse de acuerdo con las metas anunciadas por la autoridad monetaria, y los choques temporales a la inflación no tendrían que afectar los mismos. De esta forma se estaría logrando amplificar el efecto de la política monetaria.
- *Precios de los activos:* este canal parte de la relación existente entre los precios de los activos y las tasas de interés. En particular, si las tasas de interés bajan, los precios de las acciones y otros activos financieros se incrementan. Estos aumentos en la riqueza de los individuos tienen implicaciones en sus niveles de consumo e inversión, y terminarían afectando al resto de precios de la economía.

Todos los anteriores mecanismos operan con cierto rezago, debido a que deben cumplirse un conjunto de pasos dentro de la transmisión, independiente del canal por el cual se esté operando. Primero, es necesario que los cambios en las tasas de intervención del Banco se reflejen en las tasas que efectivamente influyen sobre las decisiones de los agentes económicos, lo cual puede tomar algún tiempo. El Gráfico 15 muestra la evolución de las tasas activas (las tasas que cobran las instituciones financieras por los préstamos que otorgan) y de la tasa de intervención. Se observa que, en general, el comportamiento de las tasas de las diferentes modalidades de crédito es similar y siguen a la tasa de intervención del Banco; sin embargo, existen algunos períodos y tipos de crédito en los que el efecto pareciera ser más lento. Un ejemplo de ello es el crédito de consumo, cuya tasa de interés a comienzos de 2007 parecía no reaccionar a los incrementos que venía realizando el Banco desde abril de 2006. Esto obedece a que la tasa del crédito de consumo parece reaccionar de manera más importante a la tasa de usura establecida por la Superintendencia Financiera, tal como se muestra en el Gráfico 16.

Una vez las tasas de mercado han reaccionado a los cambios presentados en las tasas de intervención, el siguiente paso consiste en la respuesta de los

agentes. El Gráfico 17 muestra el comportamiento de las tasas de interés y las carteras de consumo y comercial. En el caso de la cartera de consumo se observa el resultado esperado, puesto que ante el incremento en sus tasas, el crecimiento ha disminuido. Es de especial interés el incremento en la cartera comercial registrado a mediados de 2006. Este hecho pareciera estar ligado a la decisión de las instituciones financieras de recomponer su portafolio, al liquidar sus posiciones en TES, lo cual les liberó recursos para prestar. A esto se sumó la decisión de los agentes privados de sustituir deuda externa por deuda en moneda local, dado el proceso de revaluación que se presentó en el período. No obstante, una vez se incrementó la tasa de interés en 2007, su ritmo de crecimiento comenzó a disminuir.

Dado que cada paso descrito anteriormente toma tiempo, se puede decir que en Colombia el rezago en la transmisión de la política monetaria sobre la inflación oscila entre cuatro y ocho trimestres.

Recapitulando, la política monetaria tiene a su disposición instrumentos que le permiten influir sobre el comportamiento de los agentes en una economía, con el fin de lograr

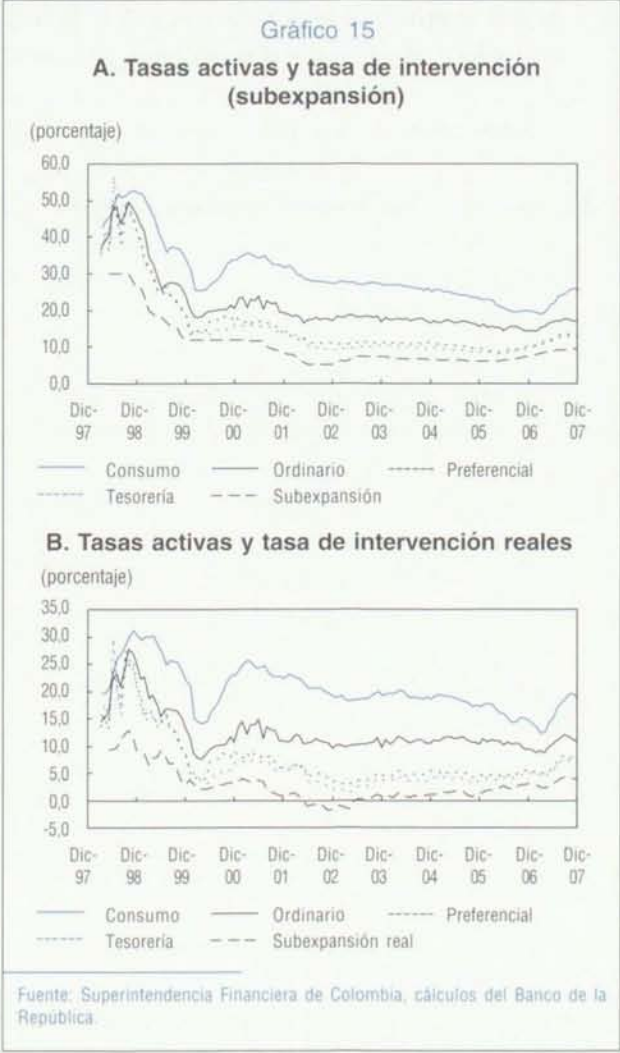


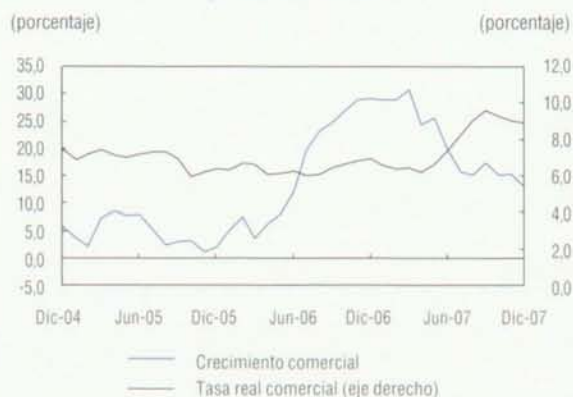
Gráfico 17

Crecimientos de la cartera de consumo y la tasa de consumo

A. Crecimiento de la cartera de consumo y la tasa de consumo



B. Crecimiento de la cartera comercial y tasa comercial



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

los objetivos propuestos al adoptar un esquema de inflación objetivo. Sin embargo, la magnitud y el tiempo de respuesta ante las presiones que se pueden generar varía dependiendo del contexto particular en que los hechos se van presentando. Esto hace indispensable que para la toma de decisiones se tenga que contar con pronósticos ciertos sobre el comportamiento de la inflación, puesto que las acciones presentes sólo tendrán efectos sobre aquélla al cabo de un año o más.

a. Tasas de interés

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

Como se observa en el Gráfico 18, desde finales de abril de 2006 el Banco ha llevado a cabo aumentos sucesivos en la tasa de interés para las subastas de expansión. Desde entonces, esta tasa se ha incrementado en catorce oportunidades en 25 pb en cada una de ellas. Con esto, el alza

total ha sido de 350 pb, hasta alcanzar un nivel de 9,5% en diciembre del año pasado. La TIB reflejó en casi su totalidad este evento, al aumentar 343 pb entre el 28 de abril de 2006 y el 28 de diciembre de 2007.

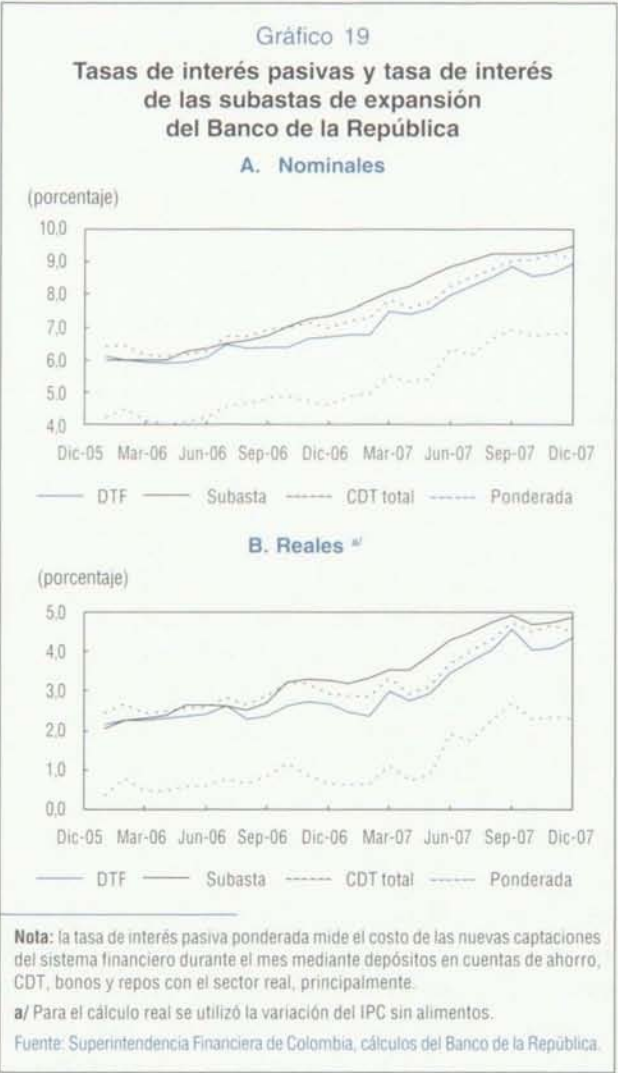
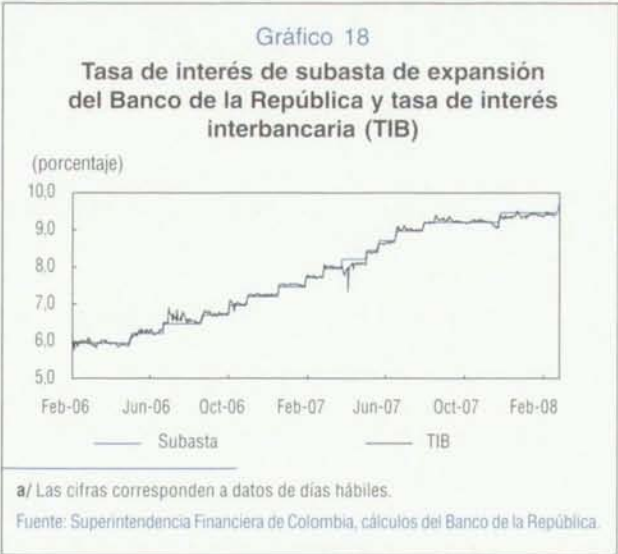
No obstante, si bien estas tasas presentaron niveles muy similares desde la segunda mitad de 2006, en marzo de 2007 la TIB se ubicó por debajo de la tasa de política del Banco de la República como resultado del aumento de oferta de base monetaria debido a la intervención del Emisor en el mercado cambiario. Por tanto, a partir de abril de 2007 la JDBR decidió abrir nuevamente la ventana de contracción y posibilitar la constitución de depósitos remunerados no constitutivos de encaje, como nueva herramienta para esterilizar el aumento

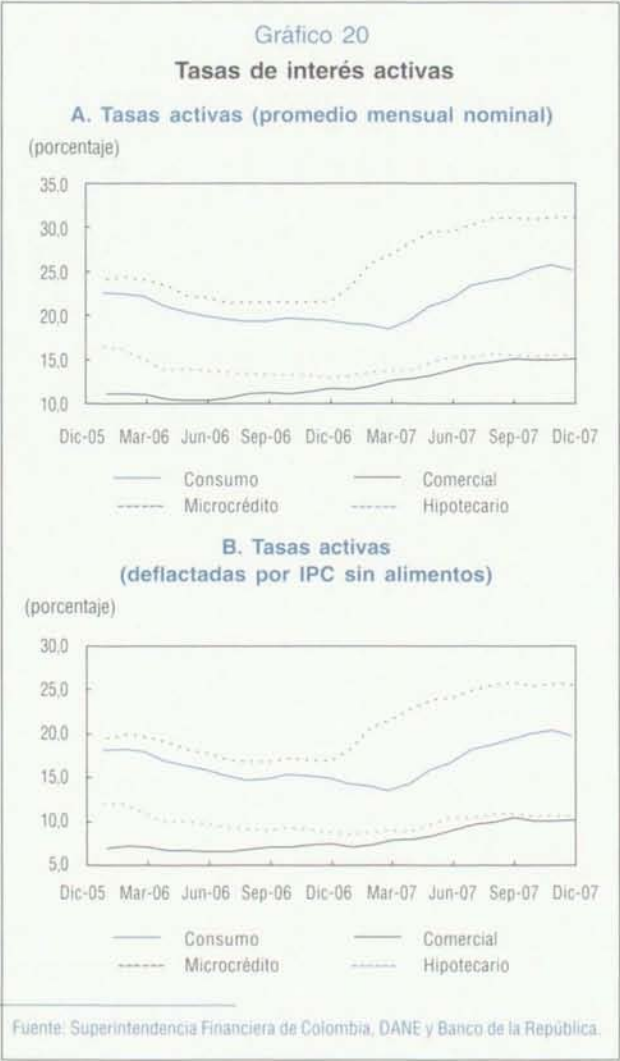
de la oferta de base monetaria. A partir de entonces, los niveles de la TIB volvieron a ser similares a los de las subastas de expansión del Banco.

La transmisión del incremento de 350 pb en las tasas de intervención del Banco de la República entre abril de 2006 y diciembre de 2007 a las demás tasas de interés del mercado presentó resultados mixtos. En particular, se observa que la respuesta de la tasa de interés pasiva ponderada del sistema financiero fue parcial, ya que aumentó 284 pb durante el mismo período, y su nivel era cercano a 7% a finales de diciembre de 2007. Por su parte, el incremento tanto en la DTF como en la tasa de interés de captación de CDT fue de 305 pb y 303 pb, respectivamente, durante el mismo período, y sus valores fueron 9% y 9,1%, en su orden, a finales de diciembre pasado (Gráfico 19).

Por otro lado, el aumento en la tasa de interés del Banco de la República se ha transmitido de manera más intensa a la tasa de interés activa del sistema financiero. Es así como esta última fue de 17,9%⁶ a finales de 2007, lo que significó un aumento de 382 pb frente a abril de 2006.

⁶ Incluye cartera comercial, consumo, hipotecaria y tarjeta de crédito.





En efecto, excepto la tasa de interés de la cartera hipotecaria, las de las demás modalidades de crédito (consumo, comercial y microcrédito) presentaron aumentos superiores a la de las subastas de expansión del Banco de la República entre abril de 2006 y diciembre de 2007 (Gráfico 20).

En el caso de la tasa de interés de la cartera comercial, su nivel fue 15,1% en diciembre de 2007, frente a 11,7% y 10,5% en diciembre y abril de 2006, respectivamente. Si bien la tasa de interés de la cartera comercial comenzó a responder de manera inmediata a las alzas en la tasa de interés de referencia del Emisor desde abril de 2006, la tasa de interés de la cartera de consumo tardó casi un año en hacerlo. Por esta razón, entre abril de 2006 y marzo de 2007 esta última se redujo en 262 pb, lo que permitió

que el crecimiento de esta modalidad de crédito continuara en niveles altos durante dicho lapso. Lo anterior pudo ser el efecto de las tasas de interés de usura definidas durante este período, lo que representó un techo en la tasa de interés de consumo. Sin embargo, a partir de abril de 2007 esta tasa de interés comenzó a reaccionar al alza, y desde entonces y hasta diciembre del mismo año aumentó 669 pb, con un nivel de 25,2% en diciembre de ese año.

No obstante las alzas mencionadas, como se muestra en el Gráfico 21, el promedio ponderado de las tasas activas reales muestra que él se encuentran por debajo de su promedio histórico, medido desde 1986, año a partir del cual se dispone de información comparable.

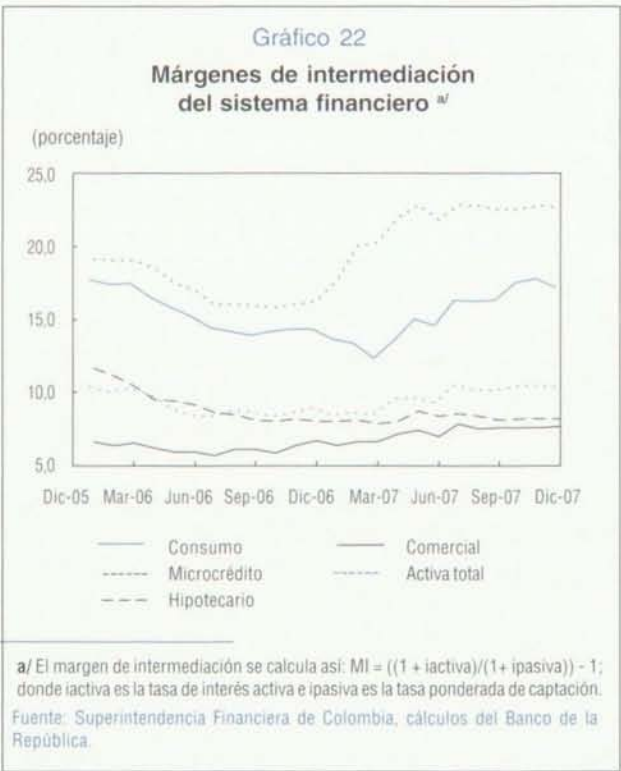
Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activas y pasivas, en el Gráfico 22 se observa que el margen de intermediación del sistema financiero aumentó de 9,1% en 2006 a 9,6% en 2007, en promedio. Lo anterior como

resultado del aumento en el margen de intermediación de las carteras de microcrédito y comercial (450 pb y 100 pb, respectivamente, entre 2006 y 2007), contrarrestado, en parte, por la reducción del margen de la cartera hipotecaria (100 pb durante el mismo período). Por su parte, el margen de intermediación de la cartera de consumo se mantuvo, en promedio, inalterado entre 2006 y 2007.

En mayo de 2007, y ante la evidencia de la escasa transmisión de los aumentos en la tasa de interés de referencia del Banco a las tasas de interés de crédito, la JDBR estableció un encaje marginal con el objetivo de moderar el crecimiento de la cartera de créditos del sistema financiero. De esta manera se frenaría el ritmo de expansión de la demanda agregada y con ello las amenazas de aumentos en la inflación futura.

De esta forma, a partir del 8 de mayo de 2007 se estableció un encaje marginal sobre los aumentos en los saldos de los depósitos registrados a partir de esa fecha, así:

- Cuentas corrientes y demás exigibilidades a la vista: 27%.
- Cuentas de ahorro: 12,5%.
- CDT y bonos con plazo inferior a 18 meses: 5%.



Estos porcentajes fueron revisados en junio siguiente. Por considerar que las cuentas corrientes y de ahorro son activos financieros de características similares, se unificaron los encajes de este tipo de depósitos. En la actualidad, el encaje ordinario de los mismos es de 8,3%, mientras que el marginal es de 27%. Por su parte, el encaje ordinario de los CDT y de los bonos con plazo inferior a dieciocho meses es de 2,5% y el marginal es de 5%.

ii. Evolución del mercado de deuda pública local durante 2007

El año pasado no representó un período favorable para el mercado de deuda pública local. Las tasas de interés de los TES para todos los plazos de la curva mostraron una tendencia al alza a lo largo del año, lo cual implica una desvaloración de los bonos, teniendo en cuenta la relación inversa entre la tasa y el precio. Así, por ejemplo, el bono con vencimiento en 2020, que se caracteriza por ser el más líquido del mercado, pasó de una tasa de 8,76% a principios de 2007 a una de 10,30% al cierre de año. Esto estuvo acompañado de una alta volatilidad, aunque menor que la registrada durante 2006.

A lo largo del primer semestre del año las tasas de los TES estuvieron influenciadas por las decisiones de política monetaria de la JDBR, así como por las expectativas de posteriores incrementos en la tasa por parte de la entidad. Estas expectativas estuvieron sustentadas en la publicación de las cifras de inflación de los primeros meses del año, que fueron superiores a las esperadas. En efecto, tal como se puede observar en el Gráfico 23, la curva cero cupón de los TES siguió la tendencia de incrementos graduales

de la tasa de referencia del Banco. No obstante, a partir de mayo, cuando se adoptaron medidas para atenuar el crecimiento de la oferta crediticia y reducir la probabilidad de riesgo sistémico y de contraparte de algunos intermediarios, el nivel de la curva de rendimientos corrigió a la baja, particularmente en el tramo largo de la curva, al presentarse un ajuste en las expectativas de inflación, producto de estas medidas.

En el segundo semestre los mercados locales se vieron afectados por la crisis del



mercado hipotecario *subprime* en los Estados Unidos, que se exacerbó desde finales del primer semestre de 2007 a raíz del incremento en las tasas de incumplimiento sobre los préstamos hipotecarios de baja calidad crediticia. En principio los títulos de deuda pública local presentaron una fuerte desvalorización, asociada con la incertidumbre de los agentes por el efecto que esta crisis pudiera generar en la economía local; el bono con vencimiento en 2020 registró un aumento en las tasas de rendimiento de 9,82% a 10,68% entre el 3 de julio y el 30 de agosto. Posteriormente, el mercado mostró una recuperación parcial, aunque sin una tendencia definida, ante las dudas sobre la capacidad de transmisión de esta crisis hacia los mercados financieros locales. Este entorno generó una reducción en los volúmenes de negociación, en comparación con años anteriores.

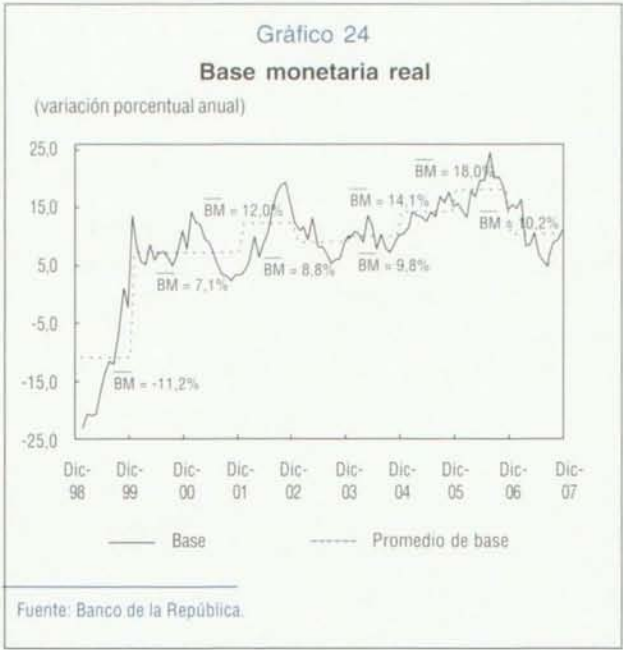
b. Base monetaria, crédito y fuentes de financiamiento del sistema financiero

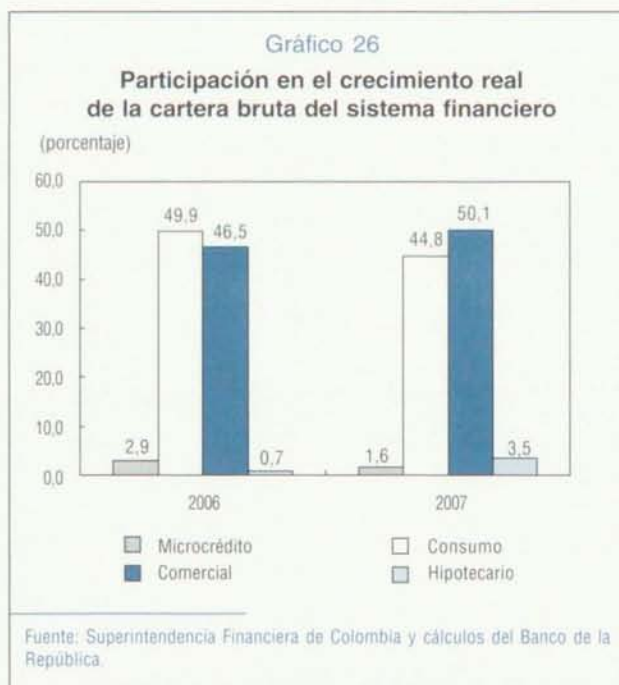
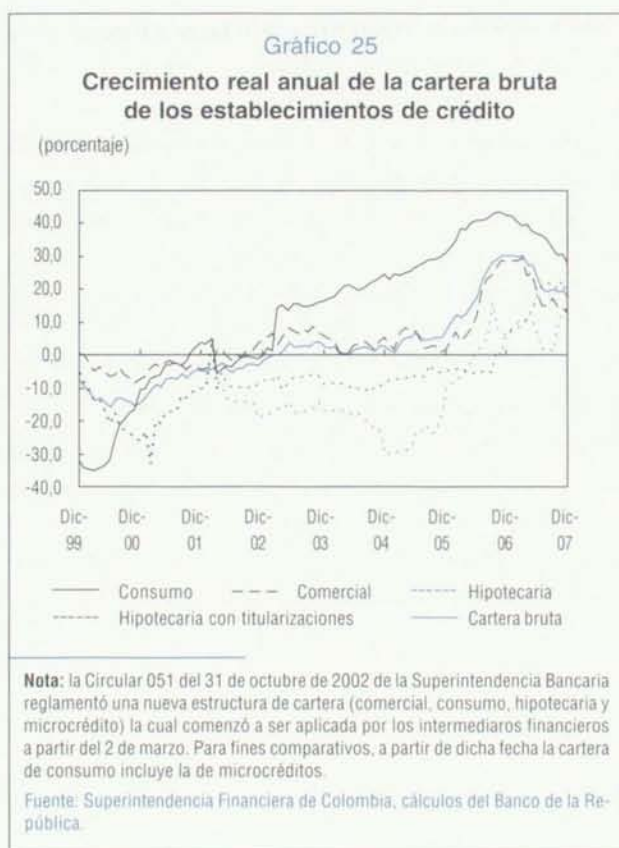
i. Base monetaria

En 2007 la base monetaria presentó una variación promedio anual de 16,3%, equivalente a 10,2% en términos reales. La desaceleración frente al crecimiento observado en 2006 (23,1%) fue el resultado de la menor demanda por efectivo, variable que creció en promedio 13,5% frente a 25% de 2006, y que contrarrestó el mayor crecimiento de la reserva bancaria (23,8% en 2007 frente a 19,1% en 2006) (Gráfico 24).

El aumento de la reserva bancaria obedeció, en buena parte, a las medidas que sobre encaje adoptó la JDBR. Si bien hubo un cambio de composición de los pasivos sujetos a encaje (PSE) desde los de mayor encaje a los de menor, tanto el impacto de la medida como los mayores niveles de estos pasivos contrarrestaron el efecto sobre la reserva de la recomposición de depósitos.

Desde el punto de vista de las fuentes de expansión de la base monetaria, de acuerdo con lo que se presentó en el Cuadro 6, la intervención neta del Banco de la República en el mercado cambiario





representó un aumento de la oferta de base de \$10.326 mm durante el año. Este fue esterilizado parcialmente con mayores depósitos del Gobierno en el BR (\$2.117 mm), con la reducción del saldo de repos de expansión (\$1.233 mm), con depósitos remunerados no constitutivos de encaje (\$259 mm), y con ventas netas de TES incluidos sus vencimientos (\$1.161 mm). Como resultado, el saldo de la base monetaria aumentó \$5.383 mm en 2007.

ii. Cartera de créditos

Después de haber presentado un dinamismo importante desde finales de 2004, en términos reales la cartera de los establecimientos de crédito empezó a desacelerarse desde comienzos de 2007; así, mientras que su tasa de crecimiento fue de 30,2% en diciembre de 2006, a diciembre de 2007 se redujo a 17,6% (Gráfico 25).

Por composición de la cartera, en diciembre de 2007 la cartera real de consumo aumentó 28,1% anual, frente a 42,6% un año antes. Por su parte, a finales de 2007 los crecimientos reales de las carteras comercial e hipotecaria fueron 12,8% y 13,9%,

respectivamente, frente a variaciones de 28,8% y 6,1% en igual fecha del año anterior. Por esto, la contribución de la cartera de consumo al crecimiento

total de la misma se redujo en 2007, ganando participación la comercial y la hipotecaria (Gráfico 26).

En diciembre de 2007 el crecimiento nominal de la cartera bruta en moneda nacional fue 22,9%, mientras que la variación anual de la cartera total fue 24,9%. Estos resultados fueron inferiores en 13,1 pp y 7,1 pp, respectivamente, a los observados en diciembre de 2006. Al incluir el *leasing* financiero, el cual aumentó a una tasa anual de 35,5%, el crecimiento nominal anual del crédito alcanza 25,8% en diciembre de 2007 (Cuadro 7).

iii. Agregados monetarios y fuentes de financiamiento del sistema financiero

Durante 2006 la actividad crediticia estuvo financiada por el aumento de los depósitos en el sistema financiero y por la liquidación de inversiones, lo cual liberó una cantidad importante de recursos. En 2007, a diferencia del año anterior, el crecimiento del crédito estuvo sustentado casi en su totalidad por el aumento de los depósitos en el sistema financiero. Durante este año la liquidación de inversiones fue menos de la mitad de lo observado en 2006. Adicionalmente, los establecimientos de crédito elevaron su posición propia de contado y los saldos de la reserva bancaria (Cuadro 8).

Cuadro 7						
Cartera bruta del sistema financiero ^{a/}						
	Saldo en miles de millones de pesos, fin de diciembre de			Crecimiento porcentual anual, fin de diciembre de		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
A. Moneda nacional	63.091	85.784	105.421	16,6	36,0	22,9
Hipotecaria	6.806	7.540	8.774	(20,7)	10,8	16,4
Consumo	17.852	26.430	34.975	52,0	48,0	32,3
Microcrédito	1.256	1.685	1.982	78,7	34,1	17,6
Comercial	37.177	50.130	59.690	12,4	34,8	19,1
B. Cartera hipotecaria ajustada	10.044	10.989	12.922	(4,1)	9,4	17,6
C. Moneda extranjera	4.761	3.834	6.553	26,5	(19,5)	70,9
D. Total (A + C)	67.852	89.618	111.974	17,3	32,1	24,9
E. <i>Leasing</i> financiero (ml + me) ^{b/}	5.483	8.063	10.925	59,4	47,1	35,5
F. Total cartera con <i>leasing</i> (D + E)	73.335	97.681	122.899	19,6	33,2	25,8
^{a/} Sin FEN y sin entidades en liquidación. Datos al cierre del mes monetario.						
^{b/} Las cifras de <i>leasing</i> financiero sólo se tienen disponibles a partir del 30 de enero de 2004.						
Fuente: Formato 281 de la Superintendencia Financiera (cuentas activas y pasivas).						

Cuadro 8							
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito sin FEN ^{a/}							
	Saldos fin de mes en millones de pesos			Variación anual absoluta		Variación anual porcentual	
	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-06	Dic-07	Dic-06	Dic-07
Activo							
Posición propia de contado ^{a/}	1.316	1.248	3.315	(1.856)	721	(1,5)	0,1
Reserva bancaria	6.495	6.955	10.071	460	3.115	7,1	44,8
OMA pasivas del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	0	0	221	0	221	—	—
Cartera + <i>Leasing</i>	65.529	90.078	111.351	24.549	21.273	37,5	23,6
Cartera neta (m/n)	60.136	82.221	100.776	22.085	18.556	36,7	22,6
Cartera de <i>leasing</i> (m/n)	5.393	7.857	10.575	2.464	2.718	45,7	34,6
Inversiones	42.341	36.445	34.171	(5.896)	(2.275)	(13,9)	(6,2)
Otros netos	(15.590)	(16.821)	(21.329)	557	(3.162)	(3,6)	18,8
Total	100.091	117.905	137.799	17.814	19.895	17,8	16,9
Pasivo							
Operaciones netas con el Banco de la República	3.849	6.491	5.300	2.642	(1.191)	68,7	(18,3)
PSE	96.243	111.414	132.499	15.171	21.086	15,8	18,9
Ahorros	40.761	48.919	54.415	8.158	5.496	20,0	11,2
Cuentas corrientes	17.984	20.451	23.022	2.467	2.571	13,7	12,6
CDT	29.035	32.737	43.772	3.702	11.035	12,8	33,7
Depósitos fiduciarios	2.155	2.513	3.470	357	958	16,6	38,1
Depósitos a la vista	2.132	2.460	2.675	328	215	15,4	8,7
Bonos	3.821	3.932	4.986	111	1.054	2,9	26,8
Repos (TGN + sector real)	354	401	158	46	(243)	13,1	(60,6)
Cédulas	1	1	0	0	0	(25,7)	(15,5)
Total	100.091	117.905	137.799	17.814	19.895	17,8	16,9
Ítem de memorando							
Tes B sistema financiero, valor nominal	20.941	17.449	16.559	(3.493)	(890)	(16,7)	(5,1)
Tes B sistema financiero, valor nominal + cartera	86.470	107.526	127.910	21.056	20.384	24,4	19,0
Inversiones + cartera	107.870	126.523	145.522	18.653	18.999	17,3	15,0
^{a/} Corresponde al mes monetario. ^{b/} No incluye comisionistas de bolsa. Las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del periodo. Fuente: Banco de la República.							

El crecimiento real anual promedio de los PSE fue 12,5% durante 2007, equivalente a 18,8% en términos nominales. Este resultado fue superior al observado durante 2006, cuando los PSE aumentaron en 15,2%, en promedio (10,5% en términos reales). Dicho comportamiento de los pasivos sujetos a encaje (PSE) se reflejó en un crecimiento promedio anual del M3 de 18% (11,8% en términos reales) durante el mismo período (Gráfico 27).

Según se mencionó, como resultado de la introducción del encaje marginal las entidades financieras fueron más agresivas en la captación de recursos

de menor encaje (CDT) en relación con los de mayor encaje (ahorros y cuentas corrientes). Por esta razón, se destaca la dinámica que tuvieron los CDT, los cuales pasaron de crecer anualmente a una tasa de 12,8% en diciembre de 2006, a 34,3% a finales de 2007. Por su parte, en esta misma fecha, las cuentas de ahorro y corrientes presentaron expansiones anuales de 11,5% y 11,9%, respectivamente, inferiores a las observadas el año anterior (Cuadro 9).



V. CALIDAD DE LOS ACTIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO

A. Indicadores de calidad, rentabilidad y solvencia del sistema financiero

1. Calidad y cubrimiento de la cartera

El indicador de calidad de cartera, medido como la relación entre la cartera riesgosa y la cartera bruta⁷, continúa en niveles históricamente bajos y ha permanecido más o menos estable, si se compara con los datos observados durante el último año. El Gráfico 28 muestra que este indicador se ubicó en 6,4% en noviembre de 2007, dato que es similar al reseñado en la pasada edición del *Informe al Congreso*.

Por modalidad de cartera, en la edición pasada de este informe se había resaltado la notable mejoría en la calidad de la cartera hipotecaria. En esta ocasión la calidad de esta cartera no mostró variaciones durante el último año, y se ubicó en 8,8% en noviembre de 2007. En el caso de la cartera comercial, durante el segundo semestre del año pasado su calidad mejoró, al caer la cartera riesgosa (como proporción de la cartera total) de 6,2% en junio a 5,3% en noviembre.

⁷ La cartera riesgosa está definida como el conjunto de créditos con calificación distinta de A.

Cuadro 9

Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado^{a/}

(billones de pesos)

	Diciembre			Marzo			
	2005	2006	(%)	2006	2007	(%)	2006
M3 privado	92	109	19,2	90	113	25,7	96
Efectivo	16	20	22,8	15	18	19,3	16
PSE	75	89	18,4	75	95	27,0	80
Cuentas corrientes	12	15	18,8	11	13	22,8	12
CDT	27	31	15,5	27	34	23,5	28
Ahorro ^{a/}	31	38	22,9	32	43	33,8	35
Otros	5	5	4,8	5	5	10,5	5
M3 público	21	22	6,7	21	25	20,4	22
Cuentas corrientes	6	6	4,9	4	5	12,8	5
CDT	2	2	(20,7)	2	2	(22,1)	2
Ahorro	10	11	10,1	11	13	17,5	11
Fiduciarios	2	2	13,9	2	4	94,2	2
Otros	1	2	22,3	1	1	31,2	1
M3 total	113	132	16,9	110	138	24,7	118
Efectivo	16	20	22,8	15	18	19,3	16
PSE	96	111	15,8	96	120	25,6	102
Cuentas corrientes	18	21	14,6	15	18	19,9	17
CDT	29	33	12,8	30	36	19,8	30
Ahorro	41	49	19,8	43	56	29,7	47
Fiduciarios	2	2	13,9	2	4	94,2	2
Otros	6	7	8,7	6	7	14,2	6

a/ Variación porcentual anual.

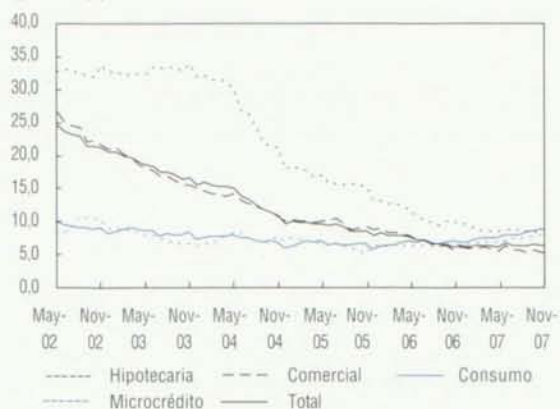
b/ No incluye los depósitos de la Caja de Vivienda Militar creada en julio de 2006.

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

Gráfico 28

**Calidad de la cartera por tipo de crédito
(cartera riesgosa/cartera bruta)**

(porcentaje)



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

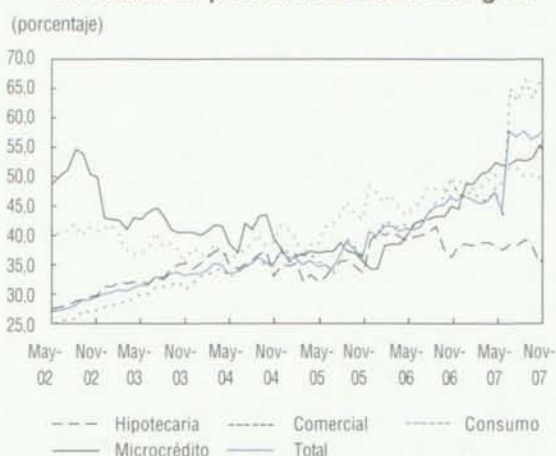
Lo anterior fue contrario a lo sucedido con las modalidades de consumo y de microcrédito. La calidad de la cartera de consumo continúa deteriorándose, tal y como se observa en el Gráfico 28. Para este tipo, la cartera riesgosa pasó de representar el 7,4% de la cartera bruta en mayo de 2007 a 8,8% en noviembre del mismo año. El microcrédito, por su parte, experimentó una desmejora de 100 pb en el indicador de calidad, pasando de 6,8% en mayo a 7,8% en noviembre de 2007.

Junio		Septiembre			Diciembre			Crecimiento (%) promedio, 2007
2007	(%)	2006	2007	(%)	2006	2007	(%)	
115	18,7	99	120	21,2	109	131	20,4	21,3
18	11,0	17	18	7,9	20	22	11,5	13,3
96	20,3	82	102	23,9	89	109	22,4	22,9
13	8,5	12	14	21,0	15	17	15,3	17,9
35	27,5	30	39	30,3	31	42	35,0	27,5
42	19,5	35	43	20,5	38	44	14,7	22,7
5	15,0	5	6	16,5	5	6	23,3	11,5
24	11,0	22	26	14,6	22	24	7,7	11,3
5	2,1	4	5	9,1	6	6	3,2	4,6
2	(10,4)	3	3	(0,7)	2	2	22,7	(9,9)
12	7,4	12	12	2,7	11	11	0,2	7,9
4	66,5	3	5	90,3	2	3	39,4	
1	24,6	1	1	23,0	2	2	12,3	48,9
139	17,3	121	145	19,9	132	156	18,2	19,4
18	11,0	17	18	7,9	20	22	11,5	13,3
120	18,4	104	127	21,9	111	133	19,4	20,4
18	6,7	16	19	17,8	21	23	11,9	14,2
38	24,5	33	42	27,6	33	44	34,3	24,4
54	16,5	47	55	16,0	49	54	11,5	18,9
4	66,5	3	5	90,3	2	3	39,4	
7	16,8	6	7	17,7	7	8	20,6	26,6

A pesar del deterioro en la calidad de la cartera para algunas modalidades, éste ha venido acompañado de mayores niveles de cobertura: el Gráfico 29 muestra el indicador de cubrimiento, medido como la relación entre el nivel de provisiones y la cartera riesgosa para cada una de las modalidades de crédito y para el total. Con la entrada del Sistema de Administración del Riesgo Crediticio (SARC) para la cartera comercial⁸,

⁸ El SARC es la nueva reglamentación de la Superintendencia Financiera

Gráfico 29
Cubrimiento: provisiones/cartera riesgosa



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



este indicador pasó de 42,7% en junio de 2007 a 66,1% en julio del mismo año. Con este incremento, la cobertura para el total de la cartera pasó de 43,7% a 56,7% en los mismos meses mencionados.

Para el caso de las carteras de consumo e hipotecaria, la cobertura aumentó levemente a mediados de 2007, pero presentó una leve caída al final del período analizado. Así, en noviembre de 2007 la cobertura se ubicó en 49,2% para la cartera de consumo, y en 35,1% para la hipotecaria. En el caso del

microcrédito el indicador ha crecido de manera constante desde enero de 2006, alcanzando 55,3% al final del período —el segundo nivel más alto después de la cartera comercial—.

En relación con algunos países de América Latina, Colombia presenta el menor nivel de cubrimiento de la región (Gráfico 30); sin embargo, es de gran valor resaltar que Colombia y Perú fueron los únicos que conservaron un nivel estable de este indicador durante el segundo y tercer trimestres del año pasado, mientras que los demás experimentaron una fuerte caída.

En síntesis, el deterioro en la calidad de las carteras de consumo y de microcrédito continúa. En el caso de la primera, además de la reducción de la calidad se presentó una leve reducción del nivel de cubrimiento, razón por la cual es fundamental volver a insistir en la necesidad de monitorear continuamente su evolución y el riesgo potencial que puede representar para el sistema financiero colombiano. La entrada del SARC para la cartera comercial es una excelente noticia para la estabilidad del sistema financiero, en la medida en que genera incentivos a las entidades para el desarrollo de sus modelos de riesgos y, de esta manera, para el ajuste a un nivel de provisiones suficiente que les permita cubrirse de futuras pérdidas. Cabe anotar que este año entrará en vigencia el SARC para la cartera de consumo.

de Colombia para el manejo del riesgo de crédito por parte de las entidades crediticias. Su objetivo principal es fortalecer la suficiencia y consistencia de las provisiones del sistema financiero de acuerdo con el nivel de riesgo existente en cada momento del tiempo.

2. Rentabilidad y solvencia

La rentabilidad del sistema financiero, medida como las utilidades sobre el activo promedio (ROA), presentó un incremento sin interrupciones desde mediados de 2000 hasta septiembre de 2005, cuando alcanzó 3,0%. A partir de este último año, el ROA del total del sistema ha registrado una tendencia decreciente, con algunos leves incrementos, ubicándose en 2,3% en noviembre de 2007. Pese a estas reducciones, la rentabilidad continúa en niveles históricamente altos (Gráfico 31).

Por otro lado, la solvencia de los establecimientos de crédito continúa en niveles altos. El capital que respalda la actividad bancaria sigue por encima del mínimo regulatorio del 9% exigido por la Superintendencia Financiera de Colombia (Gráfico 32). En noviembre de 2007 la relación de solvencia alcanzó 13,2%, nivel similar al reportado en la pasada edición del *Informe al Congreso*, y superior en más de 60 pb al de un año atrás. Este incremento se debe a la reducción de las inversiones dentro del activo de los establecimientos de crédito, lo que generó, por consiguiente, una disminución del riesgo de mercado, que se detalla en la siguiente sección.



B. Análisis de los principales indicadores de riesgo⁹

De acuerdo con lo que se presentó en la sección anterior, aunque los indicadores de calidad, cubrimiento y rentabilidad de los establecimientos financieros han cambiado de tendencia, estos aún permanecen en niveles que son históricamente altos y, por tanto, no se considera que representen en este momento grandes amenazas para la estabilidad del sistema financiero colombiano. Sin embargo, dadas estas tendencias es importante medir y analizar de manera precisa los principales riesgos que éste puede enfrentar.

Los ejercicios de esta sección muestran que el riesgo de mercado ha reducido su importancia, y ha cedido terreno a los riesgos de crédito y de liquidez, y aunque estos no se han materializado, pueden constituir vulnerabilidades en caso de presentarse una situación macroeconómica adversa.

1. Riesgo de mercado

Para analizar la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado, en esta sección se hace una revisión de las tenencias de TES B del sistema financiero y se determina si sus variaciones se debieron a cambios en cantidades o en precios. Adicionalmente, se llevan a cabo ejercicios de estrés para mirar la respuesta del valor del portafolio ante cambios en las tasas de interés.

El saldo de las inversiones en títulos de deuda pública TES de los establecimientos de crédito era de \$21,0 billones (b) al 31 de agosto de 2007, inferior en 7,8% al registrado en febrero del mismo año. Como se muestra en el Cuadro 10, dicha reducción se presentó en los tres tipos de TES: denominados en UVR, a tasa variable, y en pesos, y fue el resultado conjunto de la disminución de los precios de mercado por las continuas alzas en las tasas de interés, y en menor medida por la liquidación de títulos. Ello condujo a una reducción en la exposición de los establecimientos de crédito al riesgo de mercado.

En el caso del sector financiero no bancario (SFNB), el saldo de títulos en su poder alcanzó \$40,3 b en agosto de 2007, levemente superior al de febrero. Para estas entidades el aumento en las tenencias de TES compensó la variación por precio.

Ante un escenario de incrementos en las tasas de interés (200 pb) las pérdidas para los establecimientos de crédito alcanzarían \$642 mm, monto equivalente al 17,1% de las utilidades anualizadas a junio de 2007. En el caso de

⁹ Para mayor información, véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2007, Banco de la República: <http://www.banrep.gov.co/publicaciones/pub_es_fin.htm#2007>.

Cuadro 10
Variaciones en las tenencias de TES B ^{a/}
(millones de pesos)

	Variación por cantidades	Variación por precios	Variación total
Total entidades de crédito	(155.158)	(1.629.322)	(1.784.480)
Bancos comerciales	(459.892)	(1.531.938)	(1.991.830)
Compañías de financiamiento comercial	(70.561)	(25.365)	(95.926)
Cooperativas grado sup. car. Fin.	(14.170)	(8.357)	(22.527)
Corporaciones financieras	389.465	(63.663)	325.802
Total sector financiero no bancario	2.709.488	(1.755.952)	953.536
Comisionistas de bolsa	(87.314)	(106.502)	(193.816)
Compañías de seguro y capitalización	114.182	(317.839)	(203.657)
AFP	2.130.229	(1.130.727)	999.502
Sociedades fiduciarias	552.391	(200.884)	351.507

^{a/} Variaciones entre el 16 de febrero y el 31 de agosto de 2007.
Fuente: Banco de la República.

las administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFP), las pérdidas ascenderían a \$1,5 b, lo que representa el 2,7% del valor del portafolio a junio de 2007.

2. Riesgo de crédito

El análisis del riesgo de crédito de los establecimientos financieros se presenta a partir de un ejercicio de estrés en donde se examina cómo cambia la relación de solvencia de los establecimientos de crédito cuando varían abruptamente las tasas de interés, el precio de la vivienda y la actividad económica.

Si se presentaran cambios adversos en dichas variables¹⁰, la relación de solvencia pasaría de 12,9% a 8,6%, y para doce establecimientos de crédito ésta caería por debajo del mínimo regulatorio de 9% (Cuadro 11).

3. Riesgo de liquidez

Esta sección muestra la razón de pasivos no cubiertos (RPNC), la cual se usa para medir el potencial faltante de recursos líquidos que los establecimientos de crédito pueden enfrentar eventualmente, como consecuencia de su actividad de transformación de plazos.

¹⁰ Es decir, una caída en la actividad económica de 6,8%, un aumento en la tasa de interés de 450 pb, una caída en los precios de la vivienda de 8%, y una disminución en la ventas del 9% (esta última sólo para la cartera comercial).

Cuadro 11
Número de bancos cuya relación de solvencia caería por debajo del mínimo (doce meses)

	Choque 1 ^{a/}	Choque 2 ^{b/}	Choque 3 ^{c/}
Comercial	0	4	4
Consumo	1	3	5
Hipotecaria	0	0	0
Total	2	9	12
Solvencia actual (%)	12,94	12,94	12,94
Solvencia estresada	11,59	9,48	8,57

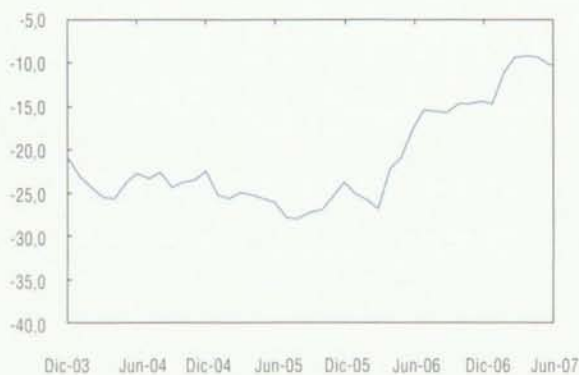
a/ Tasas de interés (consumo y comercial) o precios de vivienda (hipotecaria).

b/ PIB (consumo e hipotecaria) o ventas (comercial).

c/ Combinación.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 33
RPNC de los establecimientos de crédito



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

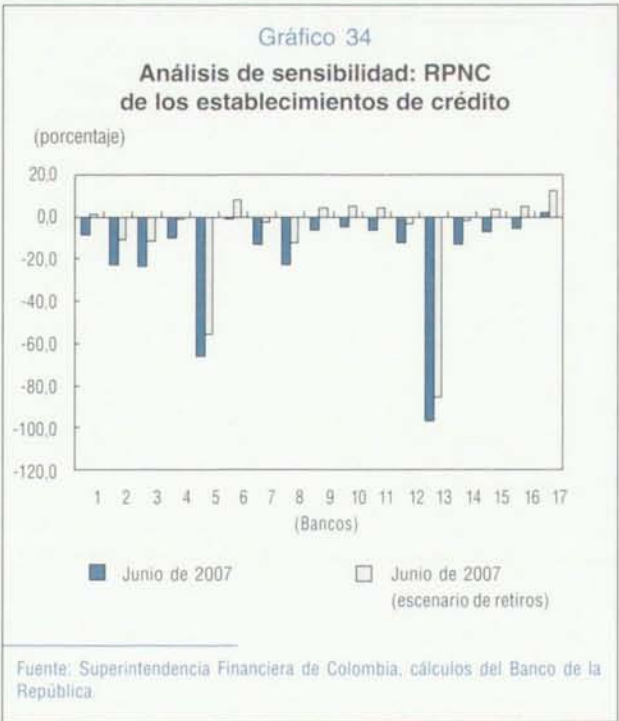
Como se observa en el Gráfico 33, el RPNC es negativo a junio de 2006 (-8,7%), indicando que las entidades aún mantienen un sobrante de recursos líquidos. Al analizar la tendencia, es posible observar que, aunque negativo, el indicador viene aumentando desde marzo de 2006 como consecuencia de la fuerte sustitución de inversiones por cartera durante el mismo período. Recientemente el indicador ha desacelerado este comportamiento debido al menor crecimiento de la cartera

y al menor ritmo de liquidación de inversiones negociables.

Si se supone un choque de liquidez (un retiro masivo de depósitos, equivalente al 12% del total de captaciones), el RPNC se vuelve positivo para siete entidades, lo que significa que un retiro masivo de depósitos generaría faltantes de liquidez para ocho bancos, pues este indicador era positivo para una entidad antes del choque. Es de resaltar que estas ocho entidades poseen el 53% del total de activos del sistema (Gráfico 34).

En conclusión, el riesgo de mercado se ha reducido de manera considerable debido a la menor exposición de los establecimientos de crédito a títulos de

deuda pública. El riesgo de crédito se encuentra en niveles históricamente bajos, aunque ha cambiado de tendencia para el caso de la cartera de consumo, según muestran los indicadores. El riesgo de liquidez es aún muy bajo, pero con cambios en algunas tendencias, los cuales deben ser monitoreados cuidadosamente. En los tres casos (mercado, crédito y liquidez) el riesgo se ubicaría en niveles alarmantes ante cambios abruptos adversos en las condiciones macroeconómicas.



C. Instituciones financieras no bancarias (IFNB)

El seguimiento de la situación de las IFNB es muy importante, ya que constituyen uno de los principales vehículos de ahorro de los agentes económicos, y porque mantienen una estrecha relación con las demás instituciones financieras, bien sea como contraparte en los mercados de capitales o por su relación con algún grupo financiero.

El valor total del portafolio de inversión de este grupo de instituciones aumentó durante el último año, pasando de \$72,6 b en diciembre de 2006 a \$79,4 b en noviembre de 2007. Aunque el portafolio continuó creciendo en estos dos años, no lo hizo al mismo ritmo que en épocas anteriores, por lo cual su valor ha venido disminuyendo como porcentaje del PIB. Este hecho se presentó por las condiciones poco favorables de los mercados financieros, en especial, en lo referente a los títulos de deuda pública y a las acciones, en los cuales las IFNB tienen altamente concentrados sus portafolios. Portafolios muy concentrados y poco diversificados como estos encierran un alto riesgo derivado de las fluctuaciones del mercado local —el Cuadro 12 presenta el valor del portafolio de inversión de cada una de las IFNB—.

1. Administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFP)

El portafolio de las AFP creció 10% en junio de 2007, como consecuencia de la recuperación de los fondos de pensiones obligatorias (FPO). En el caso

Cuadro 12								
Portafolio de inversión de las instituciones financieras								
	2004		2005		2006		2007 a/	
	Billones de pesos	Porcentaje del PIB	Billones de pesos	Porcentaje del PIB	Billones de pesos	Porcentaje del PIB	Billones de pesos	Porcentaje del PIB (proy)
Establecimientos de crédito								
Inversiones	36,93	14,33	43,93	15,40	37,65	11,75	33,44	9,24
Cartera	66,06	25,63	77,09	27,02	101,91	31,79	126,86	35,05
Total establecimientos de crédito	102,99	39,96	121,02	42,42	139,56	43,54	160,29	44,29
Instituciones financieras no bancarias								
Pensiones obligatorias	26,45	10,26	36,58	12,82	43,17	13,47	49,95	13,80
Pensiones voluntarias	4,49	1,74	7,33	2,57	7,15	2,23	6,79	1,88
Cesantías	3,13	1,21	3,71	1,30	3,77	1,17	3,87	1,07
Seguros generales	2,84	1,10	3,62	1,27	3,35	1,04	3,36*	0,93
Seguros de vida	4,38	1,70	5,82	2,04	6,19	1,93	6,47*	1,79
FCO	4,52	1,75	5,33	1,87	3,79	1,18	4,29	1,18
FCE	1,93	0,75	3,12	1,09	1,54	0,48	1,66	0,46
Comisionistas de bolsa y sociedades administradoras de inversión	2,22	0,86	4,23	1,48	3,12	0,97	3,01	0,83
Fondos mutuos de inversión	0,40	0,16	0,57	0,20	0,56	0,17	n/a	n/a
Total instituciones financieras no bancarias	50,36	19,54	70,32	24,65	72,63	22,66	79,39	21,94
Total	153,35	59,50	191,34	67,06	212,20	66,20	239,69	66,23

a/ Datos a noviembre de 2007.
(proy) proyectado.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

de los fondos de pensiones voluntarias (FPV) y los fondos de cesantías (FC) el resultado no fue satisfactorio. Para los primeros, debido al retiro de recursos por parte de los hogares para compra de vivienda, y para los segundos, por menores niveles de rentabilidad alcanzados, hecho asociado con su alta concentración en activos locales.

Por instrumento, la deuda pública sigue concentrando cerca del 50% del total del portafolio de las AFP, mientras que los títulos del sector real representan el 18%. Por plazo, un alto porcentaje se encuentra en instrumentos de corto plazo, lo cual es contradictorio con el flujo esperado de las obligaciones pensionales. Este porcentaje aumentó cerca de 300 pb entre diciembre de 2006 y junio de 2007. En cuanto a su composición por monedas, el portafolio en pesos sigue creciendo y representó en junio de 2007 el 74,4%; por su parte, el portafolio en moneda extranjera disminuyó su participación de 7,6% en diciembre de 2006 a 5,5% en junio de 2007. El componente en UVR mantuvo su participación.

La desaceleración en el ritmo de crecimiento de las AFP está explicada, en gran parte, por una menor rentabilidad de estos portafolios. En el caso de los FPO la rentabilidad trianual cayó en cerca de 4 pp durante 2007, en comparación con 2006. La disminución en términos de rentabilidad es aún más evidente en el caso de los FC, dos de los cuales en junio de 2007 no alcanzaron a cumplir el requerimiento de rentabilidad mínima, lo que los obligó a cubrir con capital propio la diferencia en términos de rentabilidad.

2. Seguros de vida y generales

El portafolio de las compañías de seguros de vida creció 4,2% real anual, mientras que el de seguros generales se contrajo 13,1%. Aunque el negocio ha mostrado mejoras debido a que su margen técnico se encuentra cercano a cero¹¹, los resultados de estas entidades están altamente correlacionados con el desempeño de sus inversiones.

El portafolio de las compañías de seguros de vida está altamente concentrado en activos del Gobierno (50%) y del sector real (30%). Esta composición es similar para el caso de los seguros generales, aunque los porcentajes son levemente menores. Esta mayor dependencia de activos locales ha afectado ampliamente su rentabilidad en épocas de volatilidad de este mercado.

3. Fondos comunes ordinarios (FCO) y especiales (FCE)

Los FCO experimentaron una disminución de su portafolio en junio de 2007, mientras que para los FCE éste permaneció prácticamente constante. Después del período de volatilidad de los mercados durante 2006 no se vio recuperación de los portafolios de estos agentes, debido al retiro de los ahorros después de la caída en los precios de los activos locales.

Aunque el valor de su portafolio no se había recuperado a junio de 2007, sí lo hizo la rentabilidad del activo, la cual pasó de 3,8% a 4,8% entre diciembre de 2006 y junio de 2007, para el caso de los FCO, y, de 2,8% a 4,5% para los FCE. Para los primeros, este resultado se explica por su concentración en CDT, los cuales han aumentado su retorno, y para los segundos debido a la recuperación gradual del precio de las acciones y la menor exposición al sector público.

4. Sociedades comisionistas de bolsa

El portafolio de inversión de estas entidades sufrió las mayores consecuencias de la volatilidad de los mercados financieros durante 2006, al pasar de \$3,8 b

¹¹ El margen técnico es la razón entre el resultado del negocio y las primas emitidas. Un margen cercano a cero implica que las aseguradoras están calculando bien los siniestros y, por tanto, las primas.

en diciembre de 2006 a \$2,9 b en junio de 2007, generando que la razón de inversiones a patrimonio cayera de 6,1 a 3 durante el mismo período.

La liquidación de una parte de sus portafolios en una coyuntura desfavorable, así como la alta participación de instrumentos del Gobierno, los llevó a alcanzar niveles negativos de rentabilidad.

En resumen, las IFNB aumentaron levemente el valor de su portafolio durante los últimos dos años, aunque como porcentaje del PIB presentaron un descenso. Dicho incremento estuvo jalonado por el comportamiento favorable de los FPO pues el resto de instituciones experimentó diversos problemas con sus inversiones. En particular, fue notorio el deterioro que sufrieron los portafolios de las sociedades comisionistas de bolsa tras el episodio de turbulencia de los mercados financieros durante 2006.

VI. SECTOR EXTERNO

A. Mercados financieros internacionales y desempeño de la economía mundial en 2007¹²

En 2007 la crisis en el mercado de vivienda en los Estados Unidos, el cual amenazaba con afectar el ingreso disponible de los consumidores, también terminó generando grandes pérdidas en los principales bancos y fondos de inversión de ese país. A medida que aumentaba la probabilidad de que la crisis financiera se trasladara al sector real¹³, se hizo más factible una recesión en la mayor economía del mundo. Con este panorama, se volvió de crucial importancia la capacidad que tienen las otras economías (en especial China e India), de mitigar los efectos colaterales de una posible recesión en los Estados Unidos. Esto, si se tiene en cuenta que dichos países emergentes mantienen elevadas tasas de crecimiento y son grandes demandantes de productos básicos producidos en Colombia y en varios de nuestros socios comerciales. Fue así como en el segundo semestre del año pasado, las economías desarrolladas y emergentes se vieron afectadas por lo sucedido en los Estados Unidos. Las bolsas de los diferentes mercados internacionales experimentaron fuertes descensos en sus índices y el precio del dólar empezó a perder valor frente a la mayoría de las otras monedas. Al tiempo, el incremento en el precio de los productos básicos, tales como el petróleo y otros bienes agrícolas continuó, en parte, por problemas de oferta, pero también por la fortaleza de la demanda de China e India.

¹² El Recuadro 5 de este informe presenta un análisis más detallado de la situación de los mercados financieros internacionales durante 2007 y de sus perspectivas.

¹³ Por ejemplo, a través de una menor oferta de crédito.

Entre 2004 y 2006 se presentaron varios eventos que contribuyeron a que emergiera la crisis en los mercados estadounidenses de vivienda e hipotecario en 2007. En primer lugar, un sistema financiero que otorgaba un monto de crédito hipotecario, inclusive superior al precio de su colateral, con el supuesto de una continua valorización de la vivienda. Adicional a esto, los planes de amortización tenían en cuenta renovaciones periódicas de la tasa de interés de financiación a las condiciones vigentes del mercado. En este contexto, el incremento en las tasas de interés por parte de la Fed encarecía tanto los nuevos créditos para vivienda como las renovaciones mencionadas. Al tiempo, también se dio una caída en los precios de la vivienda, lo que generó una situación en la cual los deudores con peor calificación (*subprime*) comenzaron a fallar con sus obligaciones de crédito hipotecario, en un contexto en donde la deuda era superior al precio del colateral. Esto último motivó entregas de las viviendas como dación de pago, generando pérdidas en los balances de los bancos.

La crisis de los mercados hipotecario y financiero también puede asociarse con problemas de ineficiencia en el sistema de regulación. En primer lugar, los bancos ofrecieron crédito con laxitud sin medir adecuadamente el riesgo de incumplimiento; además, el sistema financiero se ingenió metodologías complejas por las cuales se titularizaba y se ofrecía la cartera *subprime* a otras entidades del mismo sistema o de inversión. El valor de mercado de dichos títulos era difícil de cuantificar y no tuvieron liquidez en momentos de estrés financiero, todo lo cual generó una fuerte incertidumbre sobre el tamaño de las pérdidas de sus tenedores. Estas situaciones, que no fueron controladas previamente por el ente regulador, contribuyeron a profundizar la crisis en el sistema financiero estadounidense.

Fue así como el primer trimestre de 2007 inició con la preocupación entre los inversionistas por el alcance que podría tener el deterioro del mercado de hipotecas *subprime* entre las grandes entidades financieras, aunque el efecto parecía estar concentrado en pocas firmas con gran exposición al riesgo hipotecario.

A mediados de 2007 la crisis *subprime* comenzó a desplazarse hacia otros sectores, en la medida en que las titularizaciones de hipotecas ampliamente apalancadas con los avances de la ingeniería financiera fueron compradas por los principales fondos de inversión y bancos comerciales del mundo. Cuando las hipotecas *subprime* comenzaron a tener atrasos en sus pagos, los títulos cuyos rendimientos dependían del buen comportamiento de dicha cartera también empezaron a caer de precio, generando importantes pérdidas en los balances de las instituciones financieras compradoras. De esta manera, el mercado financiero entró en crisis: la confianza entre inversionistas se redujo sustancialmente; los bancos apretaron el mercado

interbancario y se incrementó la búsqueda por activos libres de riesgo crediticio con total aversión a los activos relacionados con préstamos de vivienda de baja calificación. Adicional a esto, la crisis de liquidez generada tuvo repercusiones no sólo en los Estados Unidos sino también en otras economías, principalmente en Europa.

En los últimos meses de 2007 se aumentó la probabilidad de que los problemas de liquidez y confianza del sistema financiero estadounidense se trasladaran a otros sectores de la economía, generando incertidumbre con respecto a sus efectos en la demanda agregada total. Como respuesta a esta situación, de agosto a diciembre de 2007 la Fed redujo sus tasas de interés de referencia en 100 pb e implementó otras medidas de liquidez para disminuir las presiones en el mercado del crédito interbancario. El Banco Central Europeo y otros bancos centrales también inyectaron una importante cantidad de liquidez al mercado con el objeto de evitar un incremento en la tasa de interés, causada por la mayor percepción de riesgo.

Para finales de año aumentó la probabilidad de un impacto sistémico del sistema financiero sobre la economía. En primer lugar, a pesar de la disminución de los problemas de liquidez del mercado por la inyección de dinero a menores tasas de interés de los bancos centrales, las restricciones de crédito hacia el sector corporativo y al consumidor aumentaron. Por otro lado, los nuevos resultados de las estadísticas del mercado laboral mostraron deterioro y los precios del petróleo continuaron en ascenso. A esto se sumó el temor de una recesión en la mayor economía del mundo, generando una desvalorización en el precio de las acciones. Este último hecho, además de acentuar la crisis financiera, también podía disminuir el ingreso disponible de los hogares en Estados Unidos, poniendo en riesgo su consumo futuro. Ante este panorama, en enero de 2008 la Fed redujo nuevamente sus tasas de interés de referencia en 125 pb (llegando a 3%), y continuó realizando subastas a término (TAF, por su sigla en inglés) para hacer más eficiente la inyección de liquidez en el mercado interbancario.

En cuanto a los mercados emergentes, sus principales bolsas sufrieron la volatilidad del contexto internacional, y los bonos de deuda externa soberana aumentaron su diferencial de tasa frente a activos libres de riesgo crediticio, especialmente en los vencimientos de largo plazo, lo cual se refleja claramente en el indicador de riesgo país (EMBI) (Gráfico 35). No obstante, esta reacción ha sido menor a la presentada en anteriores episodios de volatilidad en los mercados financieros¹⁴. Parte de esta situación se debe a cambios

¹⁴ En episodios de estrés financiero, como los ocurridos a mediados de 2002 y 2004, la desviación estándar del EMBI+ y el EMBI Colombia rodeaba los 40 pb. No obstante, en la crisis financiera de las hipotecas *subprime*, que se ha venido desarrollando desde agosto de 2007, la desviación estándar de dichas primas de riesgo ha estado alrededor de los 15 pb.

institucionales llevados a cabo en la mayoría de economías en desarrollo, que han tendido a fortalecer sus fundamentales macroeconómicos. Otro factor ha sido el dinamismo de la demanda de grandes economías emergentes como China e India, las cuales han contribuido a mantener elevados la mayoría de precios de bienes básicos, soporte de las exportaciones de varias economías en desarrollo, incluyendo a Colombia.

Así mismo, las dinámicas de apreciación de las monedas de países emergentes durante el mencionado período de estrés financiero mostraron que no se percibieron salidas masivas de capitales hacia economías desarrolladas en busca de activos seguros, en donde Colombia fue un ejemplo de ello. De hecho, como se muestra en el resto de este apartado, durante

2007 y en lo corrido de 2008 se han observado importantes entradas de capitales de largo plazo, principalmente de IED, lo que muestra que se ha mantenido la confianza de los inversionistas extranjeros en la estabilidad macroeconómica del país.

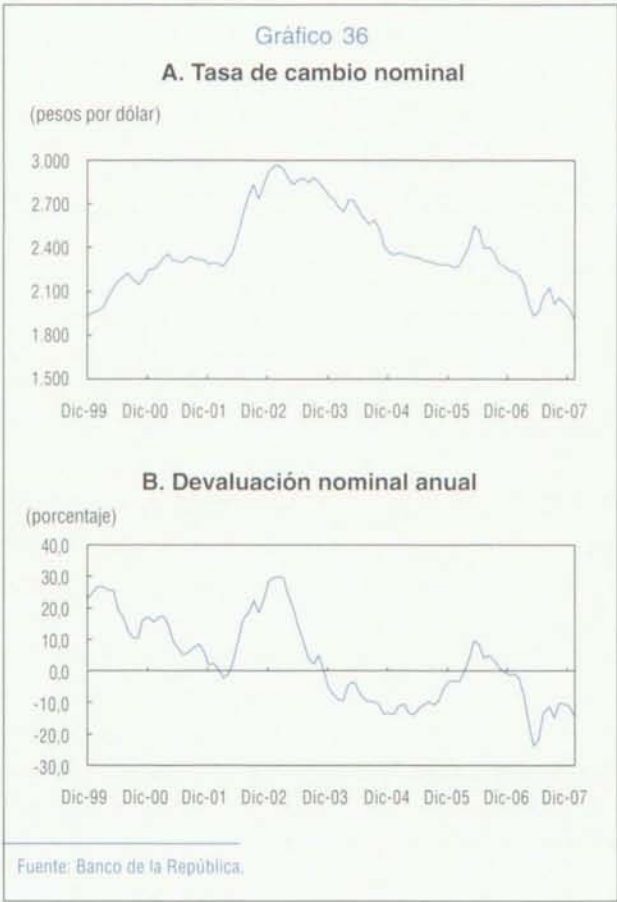
B. Evolución de la tasa de cambio durante 2007

En los primeros meses del año el peso colombiano mantuvo la tendencia a la apreciación que venía observando desde 2003, impulsada principalmente por grandes entradas de capital de IED. Como ya se explicó en detalle en el capítulo IV de este informe, con el fin de reducir la volatilidad en el tipo de cambio y de atenuar la apreciación del peso, entre enero y abril de ese año el Banco de la República realizó compras netas de divisas por US\$4.725 m, mediante el mecanismo de intervención discrecional.



La persistencia en las presiones de demanda hizo necesario continuar con los ajustes en la tasa de interés a lo largo del primer semestre de 2007; de esta forma, la mayor tasa de interés interna, el fuerte ingreso de IED y un riesgo país en niveles históricamente bajos contribuyeron para que agentes externos compraran portafolios en pesos, incentivando la revaluación. Por estos motivos, a finales de mayo el Emisor y el Gobierno nacional tomaron medidas adicionales para desestimular la entrada de capitales de corto plazo, como el depósito no remunerado al endeudamiento externo y a los flujos de inversión de portafolio, entre otras. Para dicho período el banco también decidió no continuar interviniendo de manera discrecional en el mercado cambiario.

Pese a que el segundo semestre de 2007 fue un período de gran turbulencia en los mercados financieros internacionales, la devaluación de las distintas monedas de países emergentes frente al dólar fue temporal y, volvieron a registrarse apreciaciones a final de año. En el caso de Colombia, cuando a mediados de año se hizo evidente el riesgo de la crisis financiera internacional y cobraban fuerza los rumores de una posible recesión en los Estados Unidos, el peso colombiano mostró signos de quebrar la tendencia a la apreciación (Gráfico 36); no obstante, este fenómeno fue transitorio, y a partir de septiembre la moneda continuó revaluándose.



Así las cosas, durante 2007 el peso colombiano presentó una apreciación nominal de 12% en promedio anual frente al dólar, ubicándose en \$2.014 al cierre de 2007. A pesar de la turbulencia en los mercados financieros internacionales, en los meses de enero y febrero de 2008 la tendencia a la apreciación continuó, y la tasa de cambio se ubicó, en promedio, en \$1.980,6 por dólar. Como se explicará más adelante, las cifras disponibles indican que en lo corrido de 2008 el comportamiento de la tasa de cambio ha obedecido a las importantes entradas de IED.

En términos reales, la situación no ha sido muy distinta: en promedio, se registró una apreciación real de 11,9% anual durante 2007, y una de 12,4% en enero de 2008 (Gráfico 37).

Como ya se ha explicado en pasados informes, la apreciación del peso colombiano no ha sido un fenómeno aislado. La debilidad del dólar ha sido evidente frente a monedas fuertes, como la libra esterlina y el euro, y también lo ha sido frente a varias monedas de economías emergentes. Como se muestra en el Cuadro 13, otras monedas

de la región también han continuado su tendencia a la apreciación, tales como el peso chileno, el real del Brasil y el peso peruano. Recordemos que estas economías, al igual que la de Colombia, se han visto favorecidas por los buenos términos de intercambio de sus productos de exportación, por la alta demanda mundial y por los excesos de liquidez de los mercados financieros internacionales. En términos reales, durante 2007 las monedas de varios de estos países también continuaron apreciándose, en magnitudes incluso superiores a la registrada por el peso colombiano.

Por otro lado, es importante destacar que, si bien con respecto al dólar la moneda colombiana se ha apreciado en términos tanto nominales como reales, frente a las monedas de otros socios comerciales se ha depreciado o apreciado levemente en términos reales, en particular frente al bolívar, al euro, al peso chileno y al real del Brasil (Cuadro 14, Gráfico 38). Si se tiene en cuenta que, en conjunto, hacia esos mercados se dirige algo más del 40% de nuestras exportaciones de productos no tradicionales, ello contribuye a explicar en parte por qué estas han mantenido un importante dinamismo, como se verá en mayor detalle más adelante.

En el *Informe al Congreso* de julio de 2007 se analizaron detenidamente los diferentes factores que explican la tendencia a la apreciación tanto nominal como real de las monedas, en particular de la colombiana, registrada con especial énfasis a partir de 2004. Como se presentará en la siguiente sección de este capítulo, en líneas generales se debe considerar que los aumentos en los ingresos externos que llegan a las economías, tanto por operaciones de



Cuadro 13					
A. Tasa de cambio nominal: moneda extranjera frente al dólar ^{a/}					
	Ponderación en las exportaciones no tradicionales de Colombia	Variaciones porcentuales anuales promedio			
		2000-2002	2003-2007	2007	2008 a febrero
Colombia		12,6	(3,6)	(11,9)	(13,0)
Venezuela	31,9	23,3	13,6	0,0	0,0
Ecuador	8,1	30,5	0,0	0,0	0,0
México	3,0	0,3	2,5	0,3	(1,2)
Brasil	1,4	16,7	(7,6)	(10,6)	(17,2)
Zona del euro	6,1	4,0	(7,2)	(8,4)	(11,5)
Perú	4,6	1,4	(2,4)	(4,5)	(8,3)
Japón	0,4	3,3	(1,2)	1,2	(10,9)
Chile	1,8	10,6	5,4	(1,6)	(12,8)
Canadá	1,5	1,9	7,4	(5,5)	(14,3)
Inglaterra	1,1	2,3	5,6	(8,0)	(0,4)
Argentina	0,3	43,8	0,9	1,4	1,8
B. Tasa de cambio real multilateral					
		Variaciones porcentuales anuales promedio			
		2000-2002	2003-2007	2007	2008 a febrero
Colombia		6,8	(5,2)	(6,4)	(7,7)
Venezuela		5,7	1,3	(8,0)	n.d.
Ecuador		(11,1)	2,2	4,8	2,6
México		(7,7)	4,5	3,0	n.d.
Brasil		18,0	(9,3)	(7,9)	(5,6)
Zona del euro		2,0	(3,0)	(3,0)	(3,0)
Perú		(0,8)	1,3	0,6	(2,7)
Japón		4,8	4,6	7,1	(4,6)
Chile		5,7	(0,4)	2,9	(3,8)
Canadá		1,2	(6,6)	(4,6)	(4,8)
Reino Unido		(0,4)	(0,5)	(2,2)	7,8
Argentina		45,1	0,7	2,9	4,7

a/ Deflactado con el IPP.

Fuente: A. bancos centrales y Banco de la República; B. FMI y bancos centrales de cada país.

cuenta corriente (gracias a los buenos términos de intercambio y a los recursos de las remesas de trabajadores colombianos en el exterior), como de la cuenta de capitales (bajo la forma de inversión extranjera o deuda externa), pueden incidir sobre las decisiones de gasto de los agentes tanto del sector público como del privado. En efecto, los mayores ingresos externos generan más oferta de divisas, aumentan el ingreso disponible de los agentes, e inducen una apreciación real de la moneda.

C. Desempeño del comercio exterior colombiano durante 2007

El buen desempeño de la economía mundial durante 2007, sumado a los altos precios internacionales de los principales productos de exportación y

Cuadro 14

**Tasa de cambio real bilateral^{a/}: peso colombiano
frente a moneda extranjera**

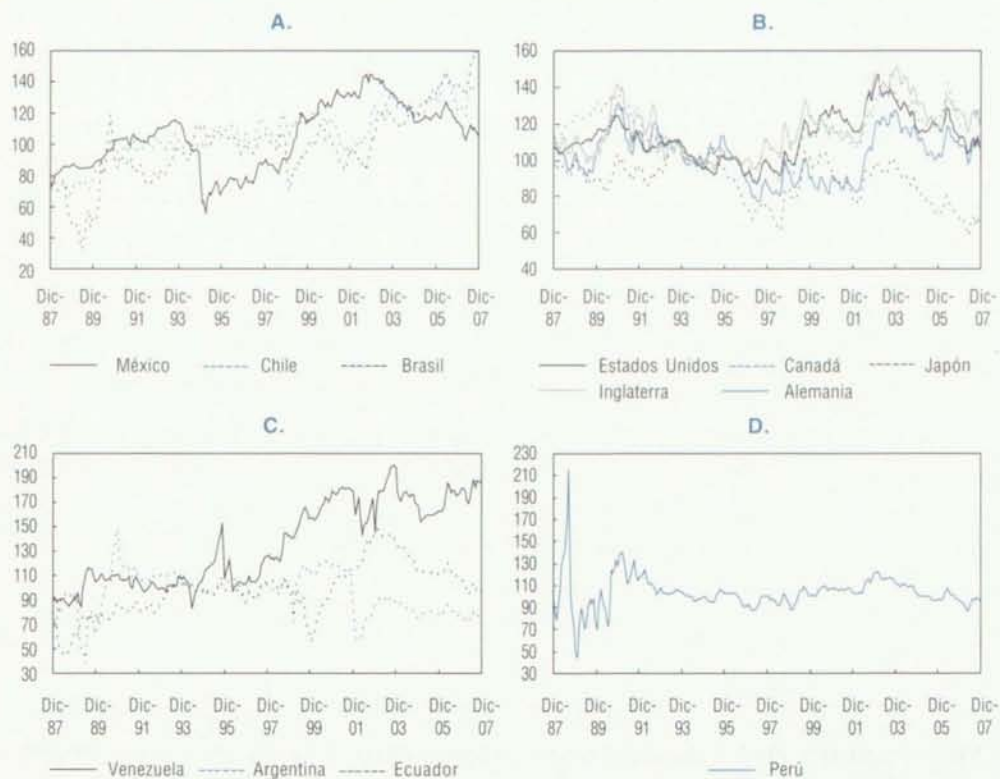
	Ponderación en las exportaciones no tradicionales de Colombia	Variaciones porcentuales anuales promedio			
		2000-2002	2003-2007	2007	a febrero de 2008
Estados Unidos	19,4	4,6	(2,6)	(8,7)	(7,6)
Venezuela	31,9	1,9	2,3	3,8	1,8
Ecuador	8,1	14,6	(4,4)	(10,9)	(12,0)
México	3,0	8,8	(4,2)	(9,1)	(9,8)
Brasil	1,4	2,1	9,5	2,9	12,3
Zona del euro	6,1	1,6	2,2	(2,7)	(0,8)
Perú	4,6	3,1	(2,7)	(6,5)	(2,2)
Japón	0,4	(1,7)	(5,3)	(11,9)	(1,9)
Chile	1,8	(3,8)	4,6	(5,8)	10,8
Canadá	1,5	3,2	1,0	(6,4)	(2,7)
Inglaterra	1,1	1,2	0,1	(2,5)	(10,7)
Argentina	0,3	(13,6)	1,9	(6,0)	(5,6)

a/ Ponderado por el IPP.

Fuente: Bancos Centrales, Banco de la República.

Gráfico 38

Índice de tasa de cambio real del peso colombiano frente a otras monedas



Fuente: Banco de la República.

al gran dinamismo de las ventas a Venezuela, que compensó la desaceleración de la demanda de los Estados Unidos, permitieron que las exportaciones totales de Colombia crecieran 23,0% anual (y las no tradicionales 25,5% anual). Por otro lado, el buen ritmo de crecimiento de la economía colombiana, en gran parte estimulado por la inversión y en menor medida por el consumo, explica el importante aumento de las importaciones del país en 2007 (cerca de 26% anual).

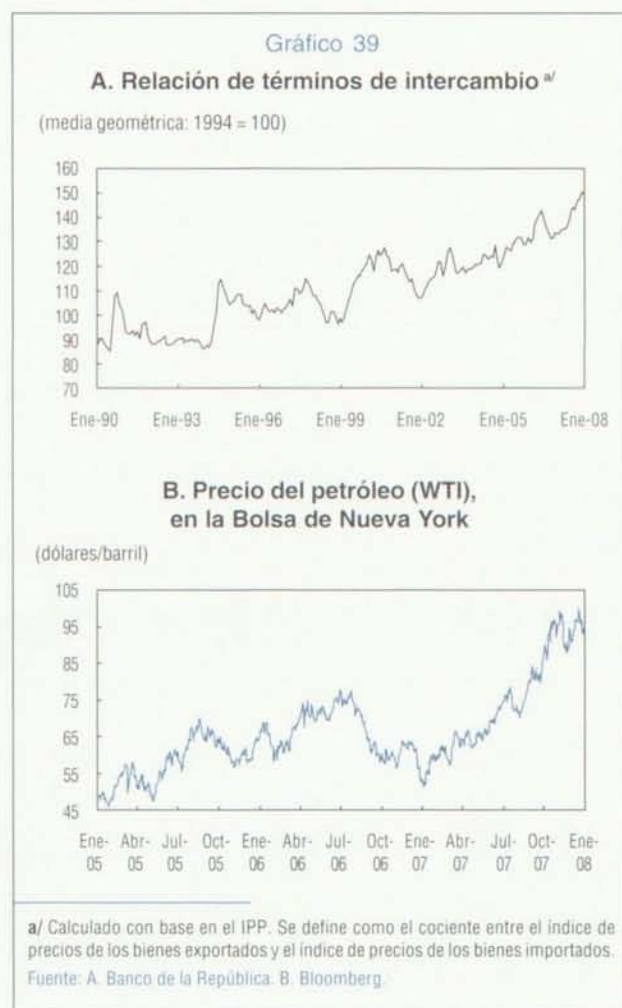
En lo corrido de la presente década Colombia había mostrado un superávit comercial todos los años, llegando en 2005 a alcanzar un valor equivalente a 1,3% del PIB. A partir de 2006 dicho rubro comenzó a reducirse, y en 2007 el país registró un déficit comercial de cerca de US\$824 m (0,5% del PIB).

1. Exportaciones durante 2007

En años recientes las ventas de productos colombianos hacia el exterior se vieron favorecidas por los altos

precios internacionales de los productos básicos que producimos y por la mayor especialización de las exportaciones en sectores industriales. En 2007 el crecimiento de las ventas totales en dólares fue notorio (23,0%), superior al de 2006 (14,9%), explicado en parte por el buen comportamiento en los términos de intercambio y la mayor demanda de nuestros productos principalmente por parte de Venezuela, que, como ya se dijo, compensó con creces las menores ventas a los Estados Unidos, básicamente de productos no tradicionales (Gráfico 39).

Las cifras del DANE expresadas en dólares (Cuadro 15) muestran que las exportaciones de productos tradicionales aumentaron 20,3% anual. Se destacaron las ventas externas de petróleo y sus



Cuadro 15
Exportaciones clasificadas por principales productos y sectores económicos

	Millones de dólares		Variación		Contribución al crecimiento	
	2006	2007 (pr)	Absoluta ^{a/}	Porcentaje	Puntos porcentuales	Porcentaje
Exportaciones tradicionales	11.810	14.207	2.397	20,3	9,8	42,8
Café	1.461	1.714	253	17,3	1,0	4,5
Petróleo y sus derivados	2.913	3.495	582	20,0	2,4	10,4
Carbón	1.107	1.680	573	51,8	2,4	10,2
Ferroníquel	6.328	7.318	990	15,6	4,1	17,7
Exportaciones no tradicionales	12.581	15.784	3.203	25,5	13,1	57,2
Sector agropecuario	2.156	2.658	502	23,3	2,1	9,0
Sector industrial	9.237	11.955	2.718	29,4	11,1	48,5
Sector minero ^{b/}	1.188	1.172	(17)	(1,4)	(0,1)	(0,3)
Oro no monetario	281	332	51	18,1	0,2	0,9
Esmeraldas	90	126	36	40,6	0,1	0,7
Resto	817	713	(104)	(12,7)	(0,4)	(1,9)
Total exportaciones	24.391	29.991	5.601	23,0	23,0	100,0

(pr) preliminar.
a/ En millones de dólares.
b/ No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras; incluye ajustes de balanza de pagos.
Fuente: DIAN y DANE.

derivados, seguidas por las de ferroníquel y carbón, rubros que presentaron niveles de precios internacionales históricamente altos. En términos de cantidades, gracias a la gran demanda mundial aumentaron los volúmenes vendidos de carbón, oro, crudo y café, mientras que los de ferroníquel se redujeron en cerca de 2,0% frente a 2006. Por otro lado, en 2007 el crecimiento anual de las exportaciones no tradicionales fue de 25,5%, como resultado principalmente de la dinámica en las ventas externas de productos industriales.

En 2007 Venezuela, los Estados Unidos y Ecuador continuaron siendo los principales socios comerciales del país¹⁵ (Cuadro 16). Sin embargo, vale la pena resaltar que durante el año se desaceleraron las exportaciones de productos no tradicionales industriales hacia Estados Unidos, explicado en parte por la contracción de dicha economía y por la devaluación del dólar, pero también por la mayor competencia en ese país, de productos provenientes de China.

A diciembre de 2007 los ingresos recibidos por las ventas de productos no tradicionales industriales a los Estados Unidos (Cuadro 17) ascendieron a

¹⁵ Los cuadros 3 y 4 muestran en detalle un análisis de los sectores más vulnerables a un debilitamiento de las relaciones comerciales de Colombia con Venezuela y a una desaceleración fuerte de la economía de los Estados Unidos.

Cuadro 16									
Exportaciones de bienes no tradicionales de Colombia por país de destino (pr)									
Enero-diciembre 2007									
	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	China	Resto	Total
Crecimiento porcentual anual del valor en dólares									
Total	6,6	92,9	3,1	22,1	53,3	(14,8)	73,5	21,5	23,0
Tradicionales	12,3	20,0	21,2	32,1	33,0	(72,9)	907,7	27,5	20,3
No tradicionales	(5,1)	93,1	3,0	(15,0)	88,6	(5,7)	24,5	15,6	25,5
Sector agropecuario	7,4	72,7	66,1	26,2	61,8	36,8	(14,6)	11,4	23,3
Sector industrial	(9,9)	95,5	9,5	(8,2)	149,8	(6,0)	n.a	16,3	29,4
Alimentos, bebidas y tabaco	(16,0)	30,8	18,6	(15,8)	396,4	(48,9)	(38,1)	11,1	11,9
Hilados y tejidos	(13,6)	135,2	12,7	n.a	(60,8)	n.a	162,5	13,0	50,0
Confecciones	(26,2)	240,4	8,5	(63,9)	1,9	4,7	n.a	(13,7)	45,7
Productos plásticos y de caucho	7,4	139,2	(0,2)	n.a	(58,5)	0,0	n.a	23,5	35,5
Cuero y sus manufacturas	1,5	418,9	(5,3)	(9,0)	14,2	(17,2)	165,8	11,6	81,8
Madera y sus manufacturas	(19,1)	149,0	61,3	(85,7)	28,6	(37,7)	n.a	12,7	51,6
Artes gráficas y editoriales	13,9	99,0	5,3	53,8	190,0	3,6	53,3	10,5	28,7
Industria química	(4,5)	40,1	19,0	(0,9)	28,4	10,3	79,2	18,3	20,2
Minerales no metálicos	(5,7)	70,8	21,9	26,7	(23,2)	(14,0)	n.a	22,8	16,4
Industria de metales comunes	(9,9)	59,4	9,1	17,0	85,4	(26,4)	n.a	19,1	12,9
Maquinaria y equipo	(8,2)	74,0	11,7	(94,1)	(8,6)	n.a	n.a	45,0	36,3
Material de transporte	51,0	71,2	(12,3)	0,0	(73,1)	n.a	(100,0)	45,3	51,6
Aparatos de óptica, cine y otros	(28,5)	346,6	25,1	129,2	(66,7)	(24,2)	n.a	19,6	34,6
Otras industrias	1,3	198,1	(2,2)	(22,2)	75,3	83,3	n.a	5,1	44,3
Sector minero	(15,0)	347,5	(52,6)	(66,7)	87,9	180,7	n.a	n.a	(1,4)
Valor de las exportaciones enero-diciembre de 2007 (millones de dólares)									
Total	10.599,8	5.210,3	1.276,0	395,3	552,7	495,5	784,8	10.677,1	29.991,4
Tradicionales	7.480,7	10,5	9,0	337,1	303,7	21,5	490,8	5.553,7	14.207,0
No tradicionales	3.119,0	5.199,8	1.267,0	58,2	249,0	474,0	294,0	5.123,5	15.784,4
Sector agropecuario	1.113,3	689,8	10,7	28,1	146,8	1,6	0,4	667,7	2.658,3
Sector industrial	1.637,1	4.463,2	1.193,1	23,0	98,9	470,8	293,5	3.774,9	11.954,6
Sector minero	368,7	46,8	63,2	7,0	3,3	1,6	0,1	680,8	1.171,5
Contribución en puntos porcentuales al crecimiento									
Total	2,7	10,3	0,2	0,3	0,8	(0,4)	1,4	7,8	23,0
Tradicionales	3,4	0,0	0,0	0,3	0,3	(0,2)	1,1	4,9	9,8
No tradicionales	(0,7)	10,3	0,2	(0,0)	0,5	(0,1)	0,2	2,8	13,1
Sector agropecuario	0,3	1,2	0,0	0,0	0,2	0,0	(0,0)	0,3	2,1
Sector industrial	(0,7)	8,9	0,4	(0,0)	0,2	(0,1)	0,2	2,2	11,1
Sector minero	(0,3)	0,1	(0,3)	(0,1)	0,0	0,0	0,0	0,4	(0,1)
(n.a.) no aplica.									
(pr) preliminar.									
Fuente: DANE y Banco de la República.									

US\$1.637 m, de los cuales se destacan las confecciones, que participan con el 20,3%, industria de metales comunes con el 15,1%, minerales no metálicos con el 13,2%, industria química con el 12,8% y alimentos, bebidas y tabaco con el 10,4%, entre otros. Este fenómeno de desaceleración de las ventas de productos colombianos a los Estados Unidos durante 2007, fue común a varios países latinoamericanos, entre ellos Ecuador, Perú y República Dominicana. Por el contrario, Argentina, China, México y Venezuela registraron un

Cuadro 17
Exportaciones no tradicionales industriales
a los Estados Unidos a diciembre de 2007
(crecimiento anual del acumulado para doce meses)

	Millones de dólares	Porcentaje de participación	dic-06 (a)	dic-07 (b)	Cambio (b-a)
Alimentos, bebidas y tabaco	171	10,4	8,1	(16,0)	(24,0)
Hilados y tejidos	11	0,7	(30,4)	(13,5)	16,9
Confecciones	332	20,3	(11,3)	(26,2)	(14,8)
Productos plásticos y de caucho	21	1,3	3,5	7,5	4,0
Cuero y sus manufacturas	53	3,2	(3,5)	1,6	5,1
Maderas y sus manufacturas	22	1,4	(7,7)	(19,3)	(11,6)
Artes gráficas y editorial	68	4,2	(3,6)	13,9	17,5
Industria química	210	12,8	8,7	(4,5)	(13,2)
Minerales no metálicos	217	13,2	11,4	(5,7)	(17,1)
Industria metales comunes	248	15,1	21,0	(9,9)	(30,9)
Maquinaria y equipo	134	8,2	16,6	(8,2)	(24,7)
Material de transporte	95	5,8	40,2	51,1	10,8
Aparatos de óptica, cine y otros	11	0,7	68,2	(28,5)	(96,8)
Otras industrias	45	2,8	19,3	1,3	(18,0)
Sector industrial	1.637	100,0	5,0	(9,9)	(15,0)

Fuente: DANE.

buen ritmo de crecimiento de sus exportaciones hacia dicho país (Cuadro 18) —en el Recuadro 4 se presenta un análisis de las empresas colombianas que venden sus productos en el mercado estadounidense—.

Las exportaciones hacia Venezuela crecieron a diciembre a una tasa anual de 92,9%. El sector industrial fue el que más contribuyó a dicha dinámica (86,9%) y, en menor medida, lo ha hecho el sector agropecuario (11,6%). Dentro de la industria, los subsectores más dinámicos fueron el automotor (16,3%), confecciones (23,9%), industria química (6,7%) y maquinaria y equipo (6,7%). Por el lado del sector agropecuario, vale la pena destacar que la demanda de carne de res fue la que más contribuyó a dicha expansión (9,1%), al mostrar un aumento en el año de 425% (Cuadro 19) —el Recuadro 5 presenta un análisis del grado de exposición de las firmas colombianas al mercado venezolano—.

2. Evolución de las importaciones

De acuerdo con cifras preliminares, durante 2007 las importaciones totales del país registraron un crecimiento anual cercano al 26%. Como se mencionó, el dinamismo de las compras en los últimos años ha estado asociado con el auge de la inversión y con el desarrollo de importantes proyectos de infraestructura en el país.

Cuadro 18 Crecimiento de las exportaciones totales a los Estados Unidos (porcentaje)									
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Canadá	13,2	15,4	(5,4)	(2,8)	6,4	14,1	12,4	5,4	3,2
China	16,9	22,6	1,6	22,0	22,3	29,0	23,4	17,7	11,2
México	15,6	23,7	(3,4)	2,5	2,6	13,0	9,3	16,3	6,2
Venezuela	18,6	64,0	(17,7)	(1,9)	14,2	45,6	34,1	8,8	6,8
Chile	16,9	11,5	11,3	6,5	(0,6)	25,4	37,3	38,2	(4,9)
Filipinas	4,1	12,6	(18,5)	(2,9)	(8,2)	(8,7)	1,2	4,6	(3,2)
Colombia	33,8	11,3	(17,5)	(2,2)	14,4	14,4	21,3	4,3	2,1
Ecuador	2,8	20,4	(6,0)	3,2	26,7	54,8	32,5	21,8	(13,6)
Perú	(2,2)	3,9	(6,4)	5,4	23,9	52,1	37,9	14,1	(10,8)
República Dominicana	(3,8)	2,5	(4,5)	(0,4)	6,7	1,8	1,8	(1,5)	(6,9)
Argentina	14,4	18,7	(1,8)	5,4	0,1	18,4	21,6	(13,5)	12,7
Costa Rica	42,4	(9,7)	(17,9)	8,0	7,3	(2,2)	2,8	13,4	3,1
Honduras	5,4	14,2	1,4	4,5	1,7	10,2	3,0	(0,7)	5,4
Guatemala	8,8	14,9	(0,7)	8,4	5,9	6,6	(0,5)	(0,5)	(1,7)
Nicaragua	8,4	19,9	3,0	12,0	13,3	28,6	19,1	28,8	5,2
Total	12,2	18,7	(6,2)	1,9	8,6	16,9	13,6	10,8	5,1

Fuente: United State International Trade Commission.

Cuadro 19 Exportaciones a Venezuela						
	Millones de dólares Enero - Diciembre			Tasa de crecimiento anual Enero - Diciembre		Contribución a la variación
	2005	2006	2007	2006	2007	ene. - dic. de 2007
Exportaciones totales	2.098	2.702	5.210	28,8	92,9	100,0
Exportaciones tradicionales	17	9	11	(48,5)	20,0	0,1
Exportaciones no tradicionales	2.081	2.693	5.200	29,4	93,1	99,9
1. Sector agropecuario	290	399	690	37,7	72,8	11,6
Frutas, legumbres y raíces	20	36	92	80,0	152,8	2,2
Carne de res	21	54	282	161,5	424,5	9,1
Resto	249	309	316	24,0	2,1	0,3
2. Sector industrial	1.781	2.283	4.463	28,2	95,5	86,9
Alimentos, bebidas y tabaco	183	224	293	22,3	30,8	2,7
Hilados y tejidos	98	102	239	3,6	135,2	5,5
Confecciones	172	249	848	44,9	240,4	23,9
Productos plásticos y de caucho	35	49	117	39,9	139,1	2,7
Cuero y sus manufacturas	26	41	214	56,3	419,4	6,9
Madera y sus manufacturas	22	34	86	56,0	148,9	2,0
Artes gráficas y editorial	101	133	265	31,8	98,9	5,3
Industria química	329	422	591	28,1	40,1	6,7
Minerales no metálicos	55	86	146	55,9	70,8	2,4
Industria metales comunes	89	103	164	14,8	59,4	2,4
Maquinaria y equipo	164	228	397	39,7	74,0	6,7
Material de transporte	477	575	984	20,5	71,2	16,3
Resto	29	38	119	28,9	217,9	3,3
3. Sector minero	10	10	47	7,0	347,1	1,4

Fuente: DANE, y cálculos del Banco de la República.

En efecto, el 39,1% del crecimiento de las importaciones totales en 2007 se explica por las compras de bienes de capital, las cuales aumentaron 28% con respecto a 2006 (Cuadro 20). De igual manera, las compras externas de bienes intermedios, en especial las destinadas a la actividad industrial, registraron un crecimiento significativo (22,6%). En conjunto, tanto bienes de capital como intermedios explican el 77,5% del incremento de las importaciones totales.

Vale la pena destacar que en lo que se refiere a las compras externas de bienes de capital sobresalieron las de maquinaria y equipo fijo industrial, y las de máquinas de oficina y aparatos científicos, seguidas por las de equipos de transporte rodante, automotor y aéreo (Cuadro 21).

3. Balanza comercial por zonas económicas y por países

Con exportaciones de bienes por un valor de US\$29.991 m y pagos por importaciones por US\$30.815 m, el saldo de la balanza comercial de bienes entre enero y diciembre de 2007 fue deficitario en US\$824 m, superior al de 2006, cuando se registró un déficit de US\$143 m (Cuadro 22).

Cuadro 20						
Importaciones FOB según clasificación Cuode (pr) ^{a/}						
	Enero-diciembre		Variación		Contribución al crecimiento	
	2006 ^{b/}	2007 ^{b/}	Absoluta ^{b/}	Porcentual	Puntos porcentuales	Porcentaje
Bienes de consumo	4.920,7	6.328,6	1.407,9	28,6	5,7	22,4
Duraderos	2.158,3	2.615,7	457,4	21,2	1,9	7,3
No duraderos	2.762,4	3.712,9	950,5	34,4	3,9	15,1
Bienes intermedios	10.677,5	13.088,7	2.411,2	22,6	9,8	38,4
Combustibles y lubricantes ^{c/}	653,3	876,7	223,4	34,2	0,9	3,6
Para la agricultura	761,9	968,2	206,3	27,1	0,8	3,3
Para la industria	9.262,3	11.243,8	1.981,5	21,4	8,1	31,5
Bienes de capital	8.923,4	11.381,2	2.457,8	27,5	10,0	39,1
Materiales de construcción	521,1	728,1	207,0	39,7	0,8	3,3
Para la agricultura	57,0	90,2	33,2	58,2	0,1	0,5
Para la industria	5.403,2	6.872,1	1.468,9	27,2	6,0	23,4
Equipo de transporte	2.942,1	3.690,8	748,7	25,4	3,1	11,9
Bienes no clasificados	12,5	17,2	4,7	37,6	0,0	0,1
Importaciones totales	24.534,1	30.815,7	6.281,6	25,6	25,6	100,0
(pr) preliminar.						
a/ No incluye importaciones temporales, reimportaciones y otras; incluye ajustes de la balanza de pagos.						
b/ En millones de dólares.						
c/ Incluye derivados del petróleo y del carbón.						
Fuente: DANE y DIAN.						

Cuadro 21						
Importaciones según sectores (pr) ^{a/}						
	Enero-diciembre		Variación		Contribución al crecimiento	
	2006 ^{b/}	2007 ^{b/}	Absoluta ^{b/}	Porcentual	Puntos porcentuales	Porcentaje
I. Importaciones totales	24.534	30.816	6.282	25,6	20,4	100,0
II. Petróleo y sus derivados	650	873	222	34,2	0,7	3,5
III. Diferentes a petróleo y sus derivados	23.884	29.943	6.059	25,4	19,7	96,5
1. Sector agropecuario	1.248	1.524	275	22,1	0,9	4,4
2. Sector manufacturero	21.838	27.490	5.652	25,9	18,3	90,0
A. Ptos. alimenticios, bebidas y tabaco	937	1.212	275	29,4	0,9	4,4
B. Textiles e industrias de cuero	1.195	1.507	313	26,2	1,0	5,0
C. Industrias del papel y editorial	649	785	136	21,0	0,4	2,2
D. Industria química	5.605	6.537	932	16,6	3,0	14,8
E. Industrias de minerales no metálicos	289	360	71	24,5	0,2	1,1
F. Industrias metálicas básicas	1.401	1.969	569	40,6	1,8	9,1
G. Productos metálicos, maquinaria y equipo	10.250	13.239	2.989	29,2	9,7	47,6
3. Sector minero	798	929	131	16,5	0,4	2,1

a/ No incluye importaciones temporales, reimportaciones y otras; incluye ajustes de la balanza de pagos.

b/ En millones de dólares.

Fuente: DANE y DIAN.

Por zonas y bloques económicos sobresalen los balances superavitarios con la Comunidad Andina de Naciones (US\$4.838 m), la Unión Europea (US\$650 m), el Mercado Común Centroamericano (US\$446 m) y Oriente Medio (US\$324 m). Por su parte, los principales bloques con los que registraron resultados deficitarios fueron: resto de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) (US\$3.096 m), Asia (US\$1.776 m), los Estados Unidos (US\$359 m), Japón (US\$674 m) y China (US\$372 m). Es importante destacar que la balanza comercial de bienes con China se mantuvo en niveles similares a los de 2006, pese a que se ha observado un aumento importante de las exportaciones de Colombia a dicho país, representadas principalmente en ferróniquel.

D. Balance macroeconómico: ahorro, inversión y déficit en cuenta corriente

En años recientes las economías emergentes han experimentado condiciones externas favorables, tales como buenos términos de intercambio para los principales productos de exportación (café, carbón, petróleo, cobre y otros bienes básicos), y el gran dinamismo de la demanda mundial. En particular, en la región latinoamericana, con excepción de México y Colombia,

Cuadro 22
Comercio exterior y balanza comercial por zonas económicas ^{a/}
(Importaciones según país de compra)

	(Millones de dólares)					
	Exportaciones (FOB)		Importaciones (FOB)		Balanza comercial	
	Enero-diciembre		Enero-diciembre		Enero-diciembre	
	2006	2007 (p)	2006	2007 (p)	2006	2007 (p)
Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi)	5.780	8.787	5.893	7.045	(114)	1.742
Comunidad Andina	4.689	7.358	2.490	2.520	2.200	4.838
Bolivia	59	66	23	33	36	33
Ecuador	1.237	1.276	681	709	556	567
Perú	692	806	506	621	186	185
Venezuela	2.702	5.210	1.279	1.157	1.422	4.053
Resto Aladi	1.090	1.429	3.404	4.526	(2.314)	(3.096)
Argentina	51	74	251	306	(200)	(232)
Brasil	191	471	1.200	1.462	(1.009)	(991)
Chile	259	376	447	648	(188)	(272)
México	582	495	1.202	1.703	(620)	(1.207)
Paraguay	2	4	2	4	0	(0)
Uruguay	6	9	302	403	(296)	(393)
Mercado Común Centroamericano (MCCA)	502	562	96	116	406	446
Comunidad del Caribe	320	452	97	173	223	279
Resto de América Latina	958	973	883	1.159	75	(186)
Canadá	275	266	361	524	(86)	(258)
Estados Unidos ^{a/}	9.948	10.600	8.978	10.958	970	(359)
Resto de América	313	99	293	453	20	(354)
Unión Europea	3.148	3.995	2.748	3.345	400	650
Alemania	360	553	933	1.117	(572)	(564)
Bélgica y Luxemburgo	369	389	110	124	259	265
Dinamarca	79	143	34	39	46	104
España	516	581	365	422	150	159
Francia	214	305	369	482	(155)	(177)
Grecia	8	11	1	9	8	2
Irlanda del Sur	56	26	120	201	(64)	(175)
Italia	479	556	297	394	182	162
Holanda	513	836	233	285	280	551
Portugal	158	185	9	17	150	168
Reino Unido	395	410	277	255	118	154
Asociación Europea de Libre Comercio (AELC)	673	1.032	1.167	1.460	(495)	(428)
Europa Oriental	76	114	34	34	43	80
Resto de Europa Occidental	8	14	1	2	7	12
China	452	785	779	1.157	(327)	(372)
Asia (excepto Medio Oriente)	433	381	1.613	2.156	(1.181)	(1.776)
Japón	324	395	781	1.069	(458)	(674)
Medio Oriente	399	528	149	203	250	324
África	88	168	68	162	20	6
Oceanía	21	22	21	21	0	2
Otros países	674	819	572	779	103	39
Total	24.391	29.991	24.534	30.815	(143)	(824)

(p) Provisional.

a/ Según metodología de la balanza de pagos.

b/ Incluye Puerto Rico.

Fuente: DANE y DIAN.

ello se ha reflejado en una mejoría en el balance externo (es decir, en una corrección del déficit en cuenta corriente y un aumento en el superávit externo), frente a lo registrado a comienzos de la década (Cuadro 23).

El desbalance externo de una economía es el reflejo de su exceso de inversión, respecto de sus niveles de ahorro. Lo que se aprecia en el Cuadro 23 es que países como Chile y Perú han reducido su dependencia del ahorro externo para financiar su crecimiento y/o su inversión, a diferencia de México y Colombia. Para los primeros el mejor balance externo se ha producido gracias a que esos países han aumentado el ahorro interno, principalmente a través de un mayor ahorro público, reflejado en el mejor balance fiscal, mientras que los segundos también han generado mejoras importantes en el ahorro público (Colombia mejoró en alrededor de 3,0 pp el balance público entre 2000 y 2003, y 2004 y 2007) pero acompañados de importantes flujos externos de inversión que explican en gran medida el déficit en cuenta corriente.

El aumento en el ahorro público, junto con los mayores ingresos del exterior, han financiado en esas economías un mayor déficit del sector privado, principalmente como resultado de la expansión de la inversión. Chile es un ejemplo claro de tal situación. Ese país cuenta con una regla de superávit primario y con un fondo de estabilización de los ingresos del cobre, en el cual se ahorran los ingresos provenientes de los altos precios internacionales del metal. Esto, junto con otras medidas de política, le ha permitido registrar superávit fiscal y de esta forma suavizar el impacto sobre la tasa de cambio generado por los mayores ingresos externos.

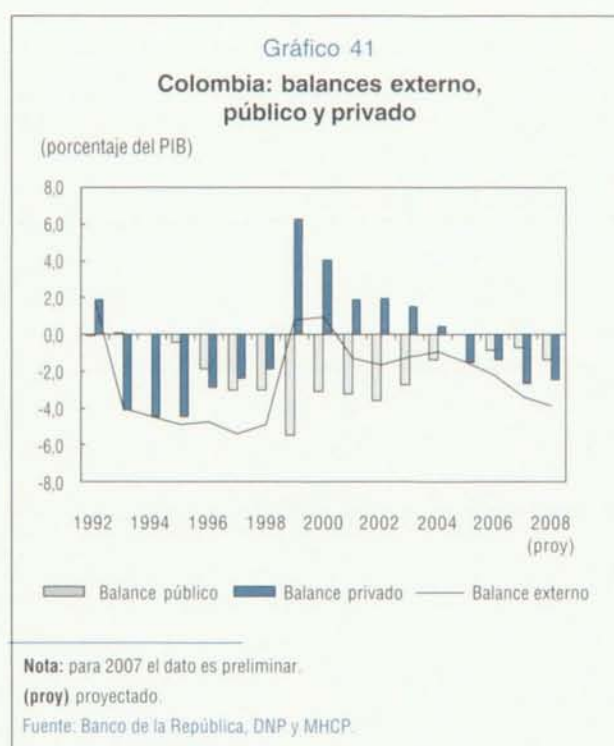
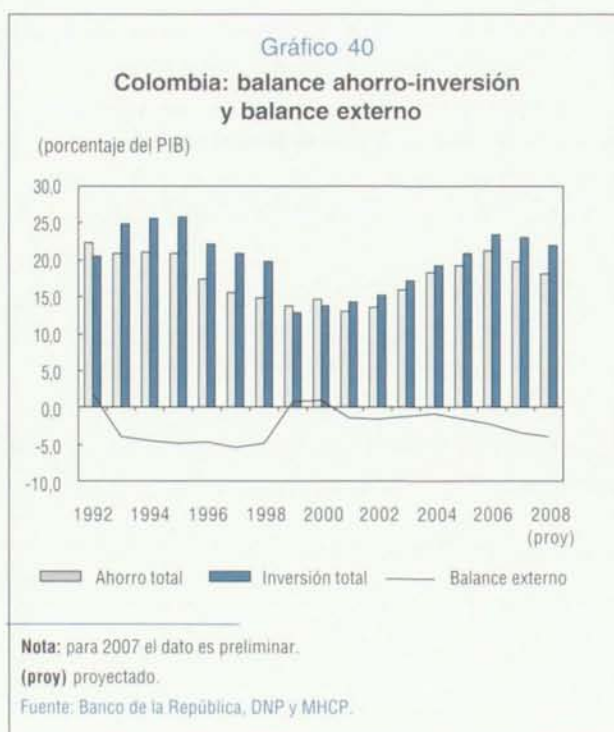
Cuadro 23															
Latinoamérica: balance macroeconómico															
(porcentaje del PIB)															
	Colombia			Chile			Brasil			México			Perú		
	2002-2003	2004-2007	2008 (proy)	2002-2003	2004-2007	2008 (proy)	2002-2003	2004-2007	2008 (proy)	2002-2003	2004-2007	2008 (proy)	2002-2003	2004-2007	2008 (proy)
Balance externo: déficit en cuenta corriente = ahorro externo	(0,8)	(2,0)	(3,9)	(1,2)	2,8	2,3	(2,3)	1,3	(0,4)	(2,4)	(0,7)	(1,6)	(2,2)	1,4	0,1
I. Balance fiscal (ahorro-inversión pública)	(3,7)	(0,7)	(1,4)	(0,5)	5,8	5,7	(4,2)	(2,8)	(1,5)	(0,9)	(0,1)	(0,1)	(2,4)	0,9	1,2
II. Balance privado (ahorro-inversión privada)	2,9	(1,3)	(2,5)	(0,7)	(3,0)	(3,4)	1,9	4,0	1,1	(1,5)	(0,7)	(1,5)	0,3	0,6	(1,1)
Ahorro-inversión: balance externo															
I. Inversión total	15,1	21,6	22,0	21,2	20,7		16,7	17,2		19,8	21,2		18,9	19,6	
II. Ahorro interno	14,3	19,6	18,1	20,0	23,5		14,4	18,5		17,4	20,5		16,8	21,0	
(proy) Proyectado.															
Fuente: Banco de la República, bancos centrales y <i>Latin Focus</i> .															

En el caso de Colombia el déficit en cuenta corriente se ha venido ampliando desde 2004 y, como se verá más adelante, se calcula que alcanzará un valor promedio de 3,6% del PIB entre 2007 y 2008. La reciente ampliación del desbalance externo es el resultado de la fuerte expansión de la demanda interna, reflejada en el gran crecimiento del gasto del sector privado en consumo e inversión, tal como se explicó en el capítulo II de este informe. Sin lugar a dudas ello ha servido para aumentar la tasa de inversión de la economía, contribuyendo de esta forma a impulsar el ritmo de crecimiento económico del país. Las preguntas son, entonces, ¿qué tan sostenible es ese déficit en cuenta corriente y en qué difiere del registrado en los noventa?

Como se muestra en el Cuadro 23, al compararnos con otros países de la región, Colombia presenta la mayor tasa de inversión con respecto al PIB, con un aumento significativo frente a los primeros años de la presente década. De hecho, entre 2000 y 2006, al tiempo con el aumento de la inversión, la economía incrementó de manera notoria su tasa de ahorro; sin embargo, se proyecta que a partir de 2008 el nivel de ahorro como porcentaje del PIB comience a descender el ahorro del sector público (Cuadro 24, Gráfico 40).

Por otra parte, al comparar el desempeño reciente del sector externo colombiano con la experiencia de la década pasada, se aprecia que el déficit en cuenta corriente podría estarse acercando a niveles similares a los registrados entre 1996 y 1998 (4,7% del PIB en promedio, Gráfico 41), lo cual genera temores con respecto a su sostenibilidad. En ese sentido, si bien hay mucha incertidumbre en lo que concierne a la evolución futura del déficit, hay algunos aspectos clave por destacar:

Cuadro 24							
Colombia: balance macroeconómico							
(porcentaje del PIB)							
	Promedio de períodos						
	1992-1995	1996-1998	1999-2000	2001-2003	2004-2007	2007	2008 (proy)
Ahorro-inversión = balance en cuenta corriente	(2,9)	(4,7)	0,8	(1,4)	(2,0)	(3,4)	(3,9)
Ahorro total	21,3	18,4	14,1	14,2	19,6	19,7	18,1
Inversión total	24,2	23,2	13,3	15,6	21,6	23,1	22,0
Sector público	(0,1)	(1,4)	(4,3)	(3,2)	(0,7)	(0,7)	(1,4)
Ahorro público	8,4	6,5	2,4	3,5	6,3	7,0	5,6
Inversión pública	8,5	7,9	6,6	6,7	7,1	7,7	7,0
Sector privado	(2,8)	(3,4)	5,1	1,8	(1,3)	(2,7)	(2,5)
Ahorro privado	13,0	11,9	11,8	10,6	13,3	12,7	12,5
Inversión privada	15,8	15,3	6,6	8,8	14,6	15,4	15,0
(proy) proyectado.							
Fuente: Banco de la República, MHCP y DNP.							



- Los desequilibrios externos de la década de los noventa fueron de grandes magnitudes y persistentes; de hecho, en esa época el país registró déficit en cuenta corriente por más de cuatro años seguidos, en niveles superiores al 4% del PIB. Entre 2004 y 2007 el déficit en cuenta corriente fue de 2,0% del PIB, en promedio.
- El aumento en la inversión en los años recientes ha estado asociado con proyectos de infraestructura y, en menor medida, con construcción, contrario a lo que ocurrió en los noventa.
- En la década de los noventa el desbalance externo fue financiado principalmente con recursos de deuda externa, mientras que actualmente los recursos de IED se han constituido en la principal fuente de financiamiento externo. Entre otros factores, ésta se ha visto incentivada por los buenos precios de los *commodities* y ha estado, en gran medida, destinada a los sectores de petróleo y minería, al sector exportador y, en menor medida, a la compra de empresas en el sector de manufacturas y financiero.
- La ampliación del déficit en cuenta corriente prevista para 2008 se deriva básicamente del aumento en el gasto militar, del cual se calcula que

el componente importado alcanzará un valor equivalente a 0,6% del PIB (Gráfico 42).

- La financiación del desbalance externo del país se enfoca principalmente a recursos de IED que en su mayoría son de largo plazo, lo que reduce la vulnerabilidad externa del país.

E. Comportamiento de la balanza de pagos en 2007 y perspectivas para 2008

Durante 2007 el país continuó recibiendo entradas de capital en magnitudes importantes, US\$10.404 m (6,1% del PIB), provenientes principalmente de IED. Estos flujos de capital alcanzaron para financiar tanto el déficit en cuenta corriente, que se calcula fue de US\$5.851 m (3,4% del PIB), como la acumulación de reservas internacionales del país, por US\$4.714 m. La proyección del Banco para 2008 muestra una ampliación del déficit en cuenta corriente en un valor cercano a US\$7.811 m, 3,9% del PIB, el cual sería financiado tanto con recursos de IED como con crédito externo del sector público y con la descapitalización del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP). Como se verá en detalle más adelante, parte de la ampliación del déficit en 2008 está asociada con las compras de equipo militar por un valor de US\$1,1 m (0,6% del PIB).

1. Balanza de pagos 2007

De acuerdo con información preliminar, en 2007 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue de US\$5.851 m, valor equivalente a 3,4% del PIB, y superior en 1,2 puntos al valor registrado en 2006 (2,2% del PIB) (Cuadro 25). Esta ampliación del déficit se originó principalmente en el mayor desbalance comercial, que aumentó en 0,6 puntos del PIB frente al registrado en 2006. Otro rubro de la cuenta corriente que contribuyó a la ampliación del déficit durante 2007, aunque en menor proporción, fue el de los pagos netos de renta de factores, asociados con la remisión y reinversión de utilidades de las empresas con inversión extranjera directa en



Cuadro 25
Balanza de pagos de Colombia (resumen)

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB			Diferencia 2007 - 2006 millones de dólares
	2005	2006 (pr)	2007 (pr)	2005	2006 (pr)	2007 (e)	
I. Cuenta corriente	(1.882)	(3.056)	(5.851)	(1,5)	(2,2)	(3,4)	(2.795)
Ingresos	29.813	35.119	41.714	24,3	25,8	24,4	6.595
Egresos	31.695	38.176	47.565	25,8	28,0	27,8	9.390
A. Bienes y servicios no factoriales	(507)	(1.797)	(3.199)	(0,4)	(1,3)	(1,9)	(1.402)
1. Bienes	1.595	322	(594)	1,3	0,2	(0,3)	(916)
Exportaciones	21.729	25.181	30.579	17,7	18,5	17,9	5.398
Importaciones	20.134	24.859	31.173	16,4	18,3	18,2	6.314
2. Servicios no factoriales	(2.102)	(2.119)	(2.605)	(1,7)	(1,6)	(1,5)	(486)
Exportaciones	2.668	3.377	3.618	2,2	2,5	2,1	242
Importaciones	4.770	5.496	6.223	3,9	4,0	3,6	728
B. Renta de los factores	(5.456)	(6.003)	(7.888)	(4,4)	(4,4)	(4,6)	(1.886)
Ingresos	1.074	1.525	1.875	0,9	1,1	1,1	350
Egresos	6.531	7.528	9.764	5,3	5,5	5,7	2.236
C. Transferencias corrientes	4.082	4.743	5.236	3,3	3,5	3,1	493
Ingresos	4.342	5.037	5.642	3,5	3,7	3,3	605
Remesas de trabajadores	3.314	3.890	4.493	2,7	2,9	2,6	603
Otros	1.029	544	1.149	0,8	0,4	0,7	605
Egresos	260	293	405	0,2	0,2	0,2	112
II. Cuenta de capital y financiera	3.225	2.750	10.404	2,6	2,0	6,1	7.655
1. Flujos financieros de largo plazo	4.356	6.981	11.812	3,5	5,1	6,9	4.831
Inversión extranjera directa neta en Colombia	5.578	5.365	8.658	4,5	3,9	5,1	3.293
Préstamos netos *	(1.280)	1.607	3.070	(1,0)	1,2	1,8	1.463
Arrendamiento financiero neto	105	55	116	0,1	0,0	0,1	61
Otros movimientos de largo plazo	(47)	(46)	(32)	0,0	0,0	0,0	14
2. Flujos financieros de corto plazo	(1.131)	(4.231)	(1.408)	(0,9)	(3,1)	(0,8)	2.823
III. Errores y omisiones netos	386	329	161	0,3	0,2	0,1	(168)
IV. Variación reservas internacionales brutas ^{a/}	1.729	23	4.714	1,4	0,0	2,8	4.691
V. Saldo de reservas internacionales brutas	14.957	15.440	20.955	12,2	11,3	12,2	
VI. Saldo de reservas internacionales netas	14.947	15.436	20.949	12,2	11,3	12,2	
Meses de importación de bienes	9	7	8				
Meses de importación de bienes y servicios	7	6	7				
PIB nominal en millones de dólares	122.900	136.132	171.147				
VII. Variación reservas internacionales netas	1.723	23	4.711				4.688

(pr) preliminar.

a/ Incluye inversión de cartera, préstamos directos y crédito comercial.

b/ Según metodología de la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

petróleo y otros sectores. Como se verá a continuación, estos desbalances no alcanzaron a ser compensados por el buen dinamismo de los ingresos por transferencias y en particular de las remesas de trabajadores, las cuales en los últimos cinco años se han constituido en la segunda fuente de ingresos corrientes de la balanza de pagos del país, representando el 2,6% del PIB en 2007.

a. Cuenta corriente

En 2007 el déficit en cuenta corriente se amplió en US\$2.795 m con respecto al año 2006, no obstante el aumento en los ingresos netos de las transferencias corrientes en US\$493 m. La ampliación se originó, principalmente, en los mayores egresos netos de renta de factores (US\$1.886 m) y, en menor proporción, en un mayor déficit comercial¹⁶ (US\$916 m).

Como ya se explicó, el mayor déficit comercial fue el efecto combinado del significativo aumento de las importaciones de bienes, de 25,4%, que no alcanzó a ser compensado con los ingresos por exportaciones de bienes, las cuales fueron superiores a las de 2006 en US\$5.398 m (crecimiento de 21,4%).

De otro lado, se calcula que el rubro de renta de factores fue deficitario en US\$7.888 m, y superior en US\$1.886 m al obtenido en 2006, cuando se ubicó en -US\$6.003 m. El deterioro de esta cuenta se debió al retorno de las utilidades y dividendos de las empresas con inversión extranjera a sus casas matrices, y desde luego está relacionado con los capitales de inversión extranjera directa que han ingresado a la economía colombiana en los últimos años. En conjunto, los pagos por estos conceptos registraron un aumento de 38% frente a 2006. Se debe destacar que, en el caso de las utilidades de los sectores distintos al de petróleo, este rubro incluye no sólo utilidades remitidas a las casas matrices sino también las utilidades reinvertidas en las empresas, las cuales pueden representar cerca del 24% del monto total de utilidades.

Por último, las transferencias corrientes netas aumentaron US\$493 m frente a lo registrado en 2006 (10,4% de crecimiento anual), alcanzando un valor cercano a US\$5.236 m. De éstos, US\$4.493 m corresponden a remesas de trabajadores, con un crecimiento de 15,5% en el último año. Este crecimiento está asociado con los flujos migratorios y con el desempeño de las economías de los países que se convierten en fuente de ingresos para los trabajadores colombianos en el exterior (principalmente España y los Estados Unidos) (Gráfico 43).

¹⁶ Considera las exportaciones e importaciones por operaciones especiales de comercio.



b. Cuenta de capital y financiera

En 2007 la cuenta de capital y financiera presentó entradas netas de recursos por US\$10.404 m, originadas en operaciones financieras de largo plazo por US\$11.812 m, tanto de IED como por deuda externa. Por su parte, los flujos de capitales de corto plazo registraron salidas netas de US\$1.408 m, cifra que, además de operaciones del sector privado, incluye las cuentas externas del Gobierno y de algunas empresas del sector público.

Con respecto a los flujos de largo plazo, los ingresos por IED neta alcanzaron un valor de US\$8.658 m (5,1% del PIB). Durante 2007 se registraron operaciones de venta de empresas a inversionistas extranjeros como Acerías Paz del Río, Promigas, TV Cable, Cablecentro, *El Tiempo*, entre otras. Así mismo, los sectores minero y de petróleo presentaron ingresos significativos de inversión extranjera, cuyo valor neto fue de US\$4.476 m (Cuadro 25).

El sector público, por su parte, registró ingresos externos netos por US\$2.215 m. En particular, durante 2007 el Gobierno nacional recibió recursos netos por US\$1.229 m, en tanto que el resto del sector público sólo lo hizo por US\$366 m, los cuales se refieren no sólo a operaciones de deuda externa sino también a la acumulación de activos externos de entidades como Ecopetrol, Fogafín y el Fondo de Estabilización Petrolera (FAEP) (Cuadro 26).

Por su parte, el sector privado sin IED presentó salidas netas de capitales por concepto de endeudamiento externo y de portafolio por US\$438 m, frente a US\$2.183 m de salidas netas registradas en 2006. A diferencia del año anterior, en 2007 los agentes del sector privado aumentaron su exposición externa y decidieron adquirir obligaciones de largo plazo con el exterior, por un monto de US\$1.597 m. Por su parte, las operaciones de corto plazo, que incluyen tanto deuda como flujos de capitales de portafolio, registraron salidas de US\$2.035 m.

Cuadro 26
Flujos de capital públicos y privados: 2002 - 2007
(millones de dólares)

	2002	2003	2004	2005	2006 (pr)	2007 (pr)
Total cuenta de capital y financiera	1.304	657	3.205	3.225	2.750	10.402
I. Total sector privado	956	279	3.241	6.203	3.182	8.220
A. Inversión extranjera neta en Colombia	1.277	783	2.873	5.578	5.365	8.658
B. Resto del sector privado sin IED	(321)	(504)	368	624	(2.183)	(438)
Largo plazo	(1.341)	(1.058)	(986)	45	(157)	1.597
Corto plazo	1.019	554	1.355	579	(2.026)	(2.035)
II. Total sector público	379	408	15	(2.930)	(385)	2.215
A. No financiero	505	695	434	(2.124)	913	1.596
B. Financiero	(126)	(287)	(419)	(806)	(1.299)	619
III. Otros flujos de largo plazo	(30)	(30)	(51)	(48)	(47)	(33)
Sector público no financiero	505	695	434	(2.124)	913	1.595
Gobierno	801	1.702	916	(1.392)	1.601	1.229
Largo plazo	(619)	1.963	1.403	(1.128)	2.194	(276)
Desembolsos	2.246	4.786	2.750	3.935	5.144	2.220
Amortizaciones	2.864	2.823	1.347	5.063	2.950	2.496
Corto plazo (cartera y deuda)	1.419	(260)	(488)	(264)	(593)	1.505
Resto de entidades	(296)	(1.007)	(481)	(732)	(687)	366
Largo plazo	(474)	(506)	(491)	(61)	(109)	1.575
Desembolsos	223	130	140	377	725	1.877
Amortizaciones	697	635	631	438	834	302
Corto plazo (cartera y deuda)	178	(501)	10	(672)	(579)	(1.209)

(pr) preliminar.

Fuente: Banco de la República.

Por último, registró un saldo de la deuda externa total del país a diciembre de 2007 de US\$44.184 m (29,5% del PIB), del cual US\$28.445 m (64%) corresponde a deuda pública y US\$15.739 m (36%) a la privada (Cuadro 27). El saldo de la deuda externa de corto plazo asciende a US\$5.527 m, del cual el 84% pertenece al sector privado.

c. Variación de las reservas internacionales

En 2007 el aumento de reservas internacionales brutas del Banco de la República (por metodología de balanza de pagos) fue de US\$4.714 m¹⁷, con un saldo de US\$20.955 m (12,2% del PIB). En 2007 el Banco de la República realizó compras discrecionales de divisas por US\$4.527 m, e hizo compras netas con opciones para control de volatilidad de la tasa de cambio por US\$186 m —mayor detalle sobre el nivel de las reservas internacionales y el análisis sobre la vulnerabilidad externa a partir de los indicadores de reservas, se presenta en el capítulo VIII de este informe—.

¹⁷ Esta cifra se refiere a un concepto de balanza de pagos que no incluye valorizaciones o desvalorizaciones de las reservas internacionales por diferencial cambiario o por tasas de interés.

Cuadro 27
Saldo de la deuda externa de Colombia
(porcentaje)

	(millones de dólares)				(porcentaje del PIB)			
	2004	2005	2006 (pr)	2007 (pr)	2004	2005	2006 (pr)	2007 (pr)
Saldo total	39.441	38.450	40.108	44.184	40,2	31,3	29,5	25,8
Sector público	25.779	24.133	26.251	28.445	26,3	19,6	19,3	16,6
Sector privado	13.662	14.317	13.856	15.739	13,9	11,6	10,2	9,2
1. Mediano y largo plazos	34.719	33.095	35.470	38.656	35,4	26,9	26,1	22,6
a. Sector público según prestatario	25.321	23.677	25.948	27.543	25,8	19,3	19,1	16,1
Sector público no financiero	24.856	23.253	25.785	27.089	25,3	18,9	18,9	15,8
Gobierno	22.320	20.852	23.466	23.190	22,8	17,0	17,2	13,5
Entidades descentralizadas	2.536	2.401	2.319	3.899	2,6	2,0	1,7	2,3
Sector público financiero	465	424	163	454	0,5	0,3	0,1	0,3
b. Sector privado	7.180	7.095	7.144	8.620	7,3	5,8	5,2	5,0
Financiero	151	516	386	1.079	0,2	0,4	0,3	0,6
No financiero	7.030	6.579	6.758	7.541	7,2	5,4	5,0	4,4
c. Arrendamiento financiero	2.217	2.322	2.377	2.493	2,3	1,9	1,7	1,5
Público	67	56	49	43	0,1	0,0	0,0	0,0
Privado	2.151	2.267	2.328	2.451	2,2	1,8	1,7	1,4
2. Corto plazo	4.722	5.355	4.638	5.527	4,8	4,4	3,4	3,2
a. Sector público	391	399	254	859	0,4	0,3	0,2	0,5
b. Sector privado	4.332	4.956	4.383	4.669	4,4	4,0	3,2	2,7
Memo ítem:								
Saldo total sin arrendamiento financiero	37.224	36.127	37.730	41.690	38,0	29,4	27,7	24,4
Público	25.712	24.077	26.203	28.402	26,2	19,6	19,2	16,6
Privado	11.512	12.051	11.528	13.288	11,7	9,8	8,5	7,8

(pr) preliminar.
a/ calculado con base en el tipo de cambio de fin de periodo.
Fuente: Banco de la República.

F. Perspectivas de la balanza de pagos para 2008

Para la elaboración de los pronósticos de la balanza de pagos, el Banco de la República parte de supuestos básicos, en su mayoría relacionados con el contexto externo. Para ello, se recurre a la información suministrada por analistas externos con experiencia en los mercados internacionales y se construye un escenario de consenso. En esta oportunidad los pronósticos para 2008 están marcados por una mayor incertidumbre en comparación con años anteriores, en razón a la duda sobre la magnitud de la crisis de la deuda hipotecaria en los Estados Unidos y el efecto sobre su crecimiento económico, sobre el sistema financiero internacional y sus repercusiones sobre las economías emergentes.

El Cuadro 27 resume los principales supuestos empleados en la proyección de la balanza de pagos para 2008. De acuerdo con los pronósticos del FMI, el crecimiento económico mundial en 2008 podría ser de 3,6%, frente a 4,9% en 2007. El pronóstico de crecimiento ponderado para los socios comerciales de Colombia es de 3,2%, inferior a lo observado en 2007 (4,6%). Implícito en este supuesto de crecimiento mundial se encuentra el menor crecimiento de los Estados Unidos (0,5% en 2008 frente a 2,2% de 2007) y de Venezuela (5,8% *versus* 8,4% del año anterior) (Cuadro 28)¹⁸.

De acuerdo con analistas externos, los precios internacionales de los principales productos de exportación continuarían favorables para Colombia, e incluso más altos que el año anterior, lo cual podría compensar, al menos parcialmente, el descenso en el PIB mundial. Con esto, los ingresos en dólares por exportaciones de bienes del país podrían aumentar cerca de 20,8% en términos anuales.

Cuadro 28			
Supuestos básicos de la proyección de balanza de pagos			
	2006 (pr)	2007 (pr)	2008 (proy)
Inflación externa en dólares (socios comerciales) (promedio)	5,8	8,3	8,2
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	6,8	7,0	5,0
Crecimiento del PIB real para socios comerciales (porcentaje)	5,5	4,6	3,2
Crecimiento real del PIB de EE. UU.	2,9	2,2	0,5
Crecimiento real del PIB de Venezuela	10,3	8,4	5,8
Precios			
Café (<i>ex-dock</i>) (US\$/libra)	1,2	1,3	1,4
Petróleo colombiano (US\$/barril)	58,3	66,2	85,2
WTI (US\$/barril)	66,0	72,3	90,1
Carbón (US\$/tonelada)	48,0	50,8	69,6
Ferro-níquel (US\$/libra)	3,6	5,5	4,2
Oro (US\$/onza troy)	604,6	696,9	960,4
Crecimiento de las exportaciones (porcentaje)^{a/}			
Totales	14,9	22,8	20,8
Tradicionales	13,9	20,3	25,4
No tradicionales (no incluye oro ni esmeraldas)	19,1	25,3	15,0
Crecimiento de importaciones (porcentaje)^{a/}	23,4	25,5	24,7
(pr) preliminar.			
(proy) proyección.			
a/ No considera operaciones especiales de comercio.			
Fuente: Banco de la República.			

¹⁸ Esta proyección sólo considera las reducciones en las ventas de vehículos a Venezuela, pero no el cierre total del mercado.

Por otro lado, se proyecta que las importaciones en dólares del país podrían crecer cerca de 25%, lo cual estaría asociado tanto con los proyectos de inversión (parte de los cuales iniciaron el año anterior), como con las compras de armas y equipo militar, que alcanzarían un valor equivalente a 0,6% del PIB¹⁹. Este dinamismo de las importaciones es consistente con un escenario de crecimiento de la economía colombiana en un rango entre 3,7% y 5,7%, como se expuso en el capítulo II de este informe (es decir, cercano al 5%). Con lo anterior, y teniendo en cuenta la elevada incertidumbre en torno de la magnitud de la desaceleración en los Estados Unidos y sus posibles efectos sobre el crecimiento mundial y los precios internacionales de los productos básicos, el Cuadro 29 presenta la proyección actual de la balanza de pagos para 2008, que muestra una leve ampliación del déficit en cuenta corriente respecto al calculado para 2007.

De acuerdo con los resultados del ejercicio, el déficit en cuenta corriente proyectado para 2008 alcanzaría un valor de US\$7.811 m, equivalente a 3,9% del PIB. Este resultado estaría explicado, principalmente, por el mayor desbalance comercial, que pasaría de -US\$594 m (-0,3% del PIB) en 2007 a -US\$2.046 m (-1,0% del PIB) en 2008 (Cuadro 29). En el rubro de renta de factores para 2008, asociado con el pago de intereses de la deuda y con el giro de utilidades, se proyecta un déficit de US\$8.799 m, monto superior en US\$911 m al registrado en 2007.

Cuadro 29						
Balanza de pagos de Colombia (resumen)						
	Millones de dólares			Porcentaje del PIB		
	2006 (e)	2007 (proy)	2008 (proy)	2006 (e)	2007 (proy)	2008 (proy)
I. Cuenta corriente	(3.056)	(5.851)	(7.811)	(2,2)	(3,4)	(3,9)
A. Bienes y servicios no factoriales	(1.797)	(3.199)	(5.040)	(1,3)	(1,9)	(2,5)
1. Bienes	322	(594)	(2.046)	0,2	(0,3)	(1,0)
2. Servicios no factoriales	(2.119)	(2.605)	(2.994)	(1,6)	(1,5)	(1,5)
B. Renta de los factores	(6.003)	(7.888)	(8.799)	(4,4)	(4,6)	(4,4)
C. Transferencias corrientes	4.743	5.236	6.029	3,5	3,1	3,0
II. Cuenta de capital y financiera y variación de reservas internacionales brutas	3.101	15.277	9.513	2,3	8,9	4,8
A. Inversión directa neta	5.365	8.658	8.067	3,9	5,1	4,1
B. Otros movimientos de capital ^{a/}	(2.264)	6.619	1.447	(1,7)	3,9	0,7
(e) estimado.						
(proy) proyección.						
a/ Incluye operaciones del sector público, privado, errores y omisiones, y la variación de reservas internacionales brutas.						
Fuente: Banco de la República.						

¹⁹ Excluyendo las compras de equipo militar, el crecimiento de las importaciones sería de 23%.

Por otra parte, cabe mencionar que, de acuerdo con la proyección, el déficit en cuenta corriente será en gran parte financiado con recursos que provengan de la IED, los cuales alcanzarían un valor equivalente a 4,1% del PIB²⁰. Esta cifra toma en cuenta ingresos esperados por inversión extranjera en Colombia que alcanzarían un valor estimado de 4,4% del PIB y sería dinámica en los sectores de petróleo, carbón, gas, manufacturas, energía y comercio. Al mismo tiempo, la inversión de colombianos en el exterior registraría un valor cercano a 0,4% del PIB.

Para 2008 se proyecta un financiamiento externo por parte del sector público consolidado por un valor de US\$ 3.165 m, superior al observado en 2007 (US\$ 2.184 m), que resulta, principalmente, de operaciones netas de crédito externo por valor de US\$1.700 m, y de desacumulación de recursos del FAEP, por un valor de US\$ 1.200 m.

Por último, las proyecciones de mediano plazo del Banco de la República permiten esperar que la ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos del país proyectada para 2008 sea de carácter temporal, como resultado de un aumento coyuntural del gasto militar y que, por tanto, en los años siguientes el país retornará a una senda de menor déficit externo.

RECUADRO 4

EL SECTOR EXPORTADOR COLOMBIANO EN EL MERCADO DE LOS ESTADOS UNIDOS

1. Evolución reciente de las exportaciones colombianas a los Estados Unidos

Desde 2005 el valor de las exportaciones colombianas hacia su principal socio comercial, los Estados Unidos, ha venido registrando una desaceleración, al reportar tasas de crecimiento de 28,5%, 13,8% y 7,5%, en los últimos tres años. En 2007 se exportaron US\$10.373 m, con un aumento de US\$723 m frente a 2006 (Gráfico R4.1). Esta dinámica se refleja en la menor participación de este mercado en la suma total exportada por el país, la cual cae desde 50% en el año 2000 a 34,6% en 2007. En términos del PIB colombiano, las mercancías vendidas a ese mercado pasaron de representar el 7,8% en el año 2000 a 6,1% el último año.

La desaceleración en la dinámica exportadora hacia los Estados Unidos se explica por el menor ritmo de crecimiento de las ventas de productos primarios tradicionales, en particular, petróleo

²⁰ Se consideran US\$3.000 m de recursos que provienen de inversionistas extranjeros, y que serán recibidos en sectores como el de petroquímica, hotelero, minas y canteras, comercio, financiero, entre otros.

y carbón; y por la caída de las ventas de refinados de crudo, productos que en conjunto representan un poco más del 60% de las ventas globales hacia esta economía. Otros productos que contribuyeron en menor grado a la desaceleración fueron las exportaciones de

Gráfico R4.1

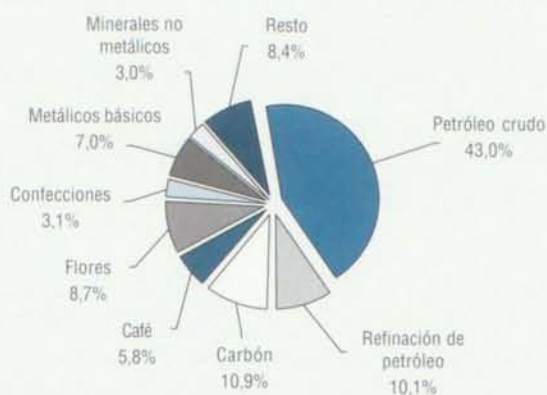
Evolución de las exportaciones de Colombia hacia los Estados Unidos, 2000-2007



Fuente: DANE.

Gráfico R4.2

**Principales productos de exportación
Participación porcentual en el valor total
exportado a los Estados Unidos, 2007**



Fuente: DANE.

productos industriales, que en 2007 presentaron una tasa negativa de 9,9%, tales como las de metalúrgicos básicos (oro, hierro y acero), confecciones, alimentos y minerales no metálicos.

Los Estados Unidos son el principal comprador de los bienes tradicionales, al adquirir un poco más de la mitad de éstos en lo corrido de la presente década; y el segundo mercado, detrás de Venezuela, para las exportaciones no tradicionales, al comprar el 19,8% de los despachos al exterior de estas mercancías. A nivel de productos, las mayores exportaciones se concentran en las ventas de petróleo y sus derivados, carbón, café, flores, oro, confecciones y manufacturas de cerámica. A continuación se describe por grupos de productos la importancia que tiene el mercado estadounidense para nuestras exportaciones (Gráfico R4.2).

2. Exportaciones de productos tradicionales a los Estados Unidos

Del valor total de bienes tradicionales vendidos al exterior (US\$14.207 m) durante el año pasado, el 52,7% fue comprado por los Estados Unidos; de hecho, este mercado compró el 81% de nuestras exportaciones de petróleo, el 59,2% de derivados del petróleo, el 35,4% de café, el 34,3% de carbón y el 7,9% de ferroníquel.

Como ya se mencionó, la evolución del valor exportado de bienes tradicionales hacia el mercado estadounidense muestra una reducción en su ritmo de crecimiento durante 2007 frente a lo ocurrido en años anteriores. La tasa de variación en 2007 fue de 12,3%, nivel muy inferior a las de 2005 (36,2%) y 2006 (22,3%).

La pérdida de dinamismo de las exportaciones tradicionales a los Estados Unidos obedeció principalmente a la reducción en los incrementos de los precios de exportación del petróleo y sus refinados, y del carbón. De hecho, el precio del petróleo aumentó 13%, en promedio, en 2007, frente a 17% en 2006.

Las firmas que exportan este grupo de bienes se caracterizan en su mayoría por ser sucursales de empresas extranjeras (y que cuentan con el respaldo de sus casas matrices), las cuales cumplen un papel determinante en la estructura y evolución del comercio exterior del país con los Estados Unidos. Las más relevantes son aquellas dedicadas a la exploración, explotación y exportación de petróleo y carbón, y a la comercialización de café.

De las 94 firmas que exportaron bienes tradicionales a los Estados Unidos, 33 despachan petróleo y sus derivados, carbón y ferroníquel. En diez de ellas se encuentra el 92% del valor total vendido en 2007 de estos productos. En el caso de café, los despachos son realizados por 61 firmas, y el 74,3% fue vendido por diez de éstas.

El análisis de la información contable de 2006 reportada por 67 firmas que concentraron el 98% del valor exportado muestra su dependencia del mercado de los Estados Unidos. En 45 de ellas, más del 20% de los ingresos operacionales depende de sus exportaciones a ese país (Cuadro R4.1). Cabe anotar que entre estas últimas se encuentra Ecopetrol, que exporta derivados de petróleo.

Con este nivel de dependencia del mercado de los Estados Unidos de las firmas analizadas, una posible recesión en esta economía podría afectar el flujo de caja de éstas, bajo el supuesto de que no consigan otros mercados. De igual forma, el impacto dependerá del respaldo que reciban de sus casas matrices.

Cuadro R4.1

**Exportaciones tradicionales a Estados Unidos
Según rangos de participación en los ingresos operacionales**

	Millones de dólares			Total
	<20%	>20% y <40%	>40%	
Café	39	199	189	426
Ferroníquel	65	0	0	65
Carbón	219	0	813	1.032
Coquización y refinación de petróleo	9	1.148	0	1.156
Petróleo crudo y gas natural	0	1.059	2.651	3.710
Total	332	2.406	3.652	6.390

Fuente: DANE y Superintendencia de Sociedades.

3. Exportaciones no tradicionales hacia los Estados Unidos

En cuanto al valor total de las exportaciones no tradicionales del último año (US\$15.784 m), los Estados Unidos adquirieron el 19,8% de este tipo de productos, con lo que dicho país se constituyó en el segundo destino de estas ventas. En lo corrido de la presente década el mercado estadounidense redujo progresivamente su participación en el valor total vendido de estos productos de 34,7% en 2003, a menos del 20% en 2007.

En los dos últimos años la tasa de crecimiento del valor exportado de productos no tradicionales a los Estados Unidos es negativa (-0,5% y -5,1%), contrastando con los incrementos observados entre 2003 y 2005: 19,6% promedio año. El descenso en el ritmo de crecimiento de este grupo de exportaciones se originó en la reducción de las ventas de productos industriales (oro, confecciones, minerales no metálicos y alimentos), que parcialmente se contrarrestó por los mayores despachos de bienes agropecuarios, en particular de flores.

La distribución sectorial de las exportaciones no tradicionales a los Estados Unidos indica que en promedio en la presente década el 67% corresponde a manufacturas y el 33% a bienes de origen agropecuario.

En 2007 las exportaciones agropecuarias del país alcanzaron un valor de US\$2.658 m (9% del total), de las cuales más de la mitad fue adquirida por los Estados Unidos. El último año adquirió el 42% de estas ventas externas, siendo las de mayor proporción las de flores y banano.

Del total exportado por manufacturas en la presente década, el 23,2% fue vendido a los Estados Unidos. Este monto alcanzó su máximo en 2003, cuando se situó en 30%, y su mínimo en 2007, al ubicarse en 13,7%.

En 2007, más del 50% de las exportaciones de tabaco, equipo de transporte y maquinaria de oficina se concentró en el mercado estadounidense. Paralelamente, entre el 25% y el 50% de las ventas externas de muebles, minerales no metálicos, productos de metal, confecciones, textiles y metalúrgicos básicos, se destinan a este mercado.

En general, a nivel de firmas existe un alto grado de concentración del valor exportado de productos no tradicionales a los Estados Unidos. De los 4.287 exportadores, menos del 1% (39 firmas) concentraron el 50% del valor exportado en 2007. El 80% de este valor fue vendido por 209 empresas.

El análisis de la información contable de 2006 reportada por 1.447 empresas, que vendieron cerca del 80% del valor exportado de productos no tradicionales a los Estados Unidos en 2007, indica que sus exportaciones son una fuente importante para sus ingresos operacionales. En particular, para las empresas que en 2006 vendieron a este mercado flores, prendas de vestir, metalúrgicos básicos, banano y textiles, sus exportaciones representaron más del 40% de sus ingresos operacionales (Cuadro R4.2). Dado este nivel de dependencia, una eventual crisis en la economía estadounidense podría afectar el flujo de caja de estos exportadores. Su impacto dependería del margen de maniobra y la capacidad de diversificar mercados de estas empresas. De otro lado, las firmas que despacharon

Cuadro R4.2
Exportaciones no tradicionales a los Estados Unidos
Según rangos de participación en los ingresos operacionales

	(millones de dólares)			Total
	<20%	>20% y <40%	>40%	
Flores	9	56	622	687
Metalúrgicos básicos	66	15	397	478
Prendas de vestir	10	13	243	266
Minerales no metálicos	157	8	52	217
Alimentos y bebidas (procesados)	118	16	26	160
Químicos	110	0	0	110
Banano	0	42	53	95
Textiles	24	27	37	87
Caucho y plástico	34	12	29	74
Muebles	10	3	56	69
Multisector	21	2	31	54
Cuero y zapatos	9	1	24	34
Productos de metal excepto maquinaria y equipo	21	4	1	26
Maquinaria y aparatos eléctricos	26	0	0	26
Papel y cartón	19	0	0	19
Tabaco	16	2	0	18
Resto	44	3	9	56
Total	692	204	1.580	2.476

Fuente: DANE y Superintendencia de Sociedades.

productos químicos, alimentos, bebidas, minerales no metálicos, entre otros, reportaron una dependencia menor.

En conclusión, los Estados Unidos es el principal comprador de los bienes tradicionales, y el segundo mercado, después de Venezuela, para las exportaciones no tradicionales. A nivel de productos, se destacan las exportaciones de petróleo y sus derivados, carbón, café, flores, oro, confecciones y manufacturas de cerámica. Vale la pena resaltar que el valor de las exportaciones colombianas hacia su principal socio comercial, Estados Unidos, ha venido registrando una desaceleración en su ritmo de crecimiento.

El análisis de la información contable para 2006 indica una importante dependencia del mercado de los Estados Unidos para las empresas que venden productos tradicionales. Más del 20% de los ingresos operacionales de estas firmas dependen de sus exportaciones a este país, excepto para los que venden ferrocarril. Las empresas que revelan una mayor dependencia son las que exportan petróleo y carbón.

Para el caso de las empresas que exportan productos no tradicionales, el análisis de la información contable de 2006 indica que sus exportaciones son una fuente importante para sus ingresos operacionales. En particular, para las empresas que en 2006 vendieron a este mercado flores, prendas de vestir, metalúrgicos básicos, banano y textiles, sus exportaciones representaron más del 40% de sus ingresos operacionales. De otro lado, las firmas que despacharon productos químicos, alimentos, bebidas, minerales no metálicos, entre otros, reportaron una dependencia menor.

RECUADRO 5

EL SECTOR EXPORTADOR COLOMBIANO EN EL MERCADO VENEZOLANO

Un estudio elaborado por el Banco de la República sobre la dependencia de las firmas exportadoras colombianas del mercado venezolano¹ destacó lo siguiente:

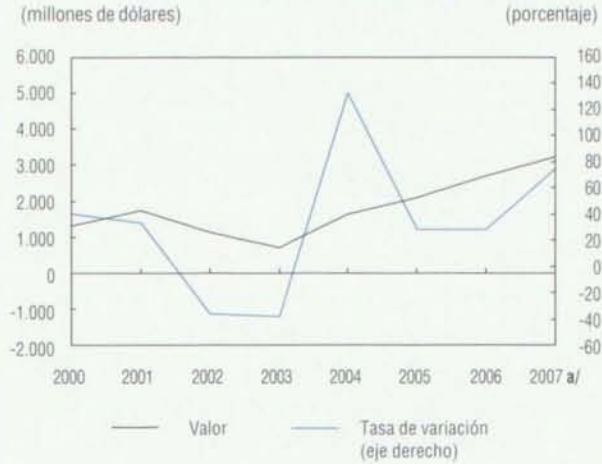
- Venezuela es el segundo destino en importancia de las exportaciones colombianas (superado por los Estados Unidos), y es el principal mercado de las ventas externas de productos no tradicionales. La participación del vecino país en el valor de las exporta-

¹ Enrique Montes, Aarón Garavito, Carolina Pulido, Mónica Hernández y Gustavo Caballero, "El mercado venezolano en las exportaciones colombianas: dependencia de los exportadores en 2006", en Borradores de Economía, Banco de la República, núm. 492, 2008.

ciones colombianas ha reportado cambios importantes a lo largo de la presente década. Esta cifra cayó de 14,1% en 2001 a un mínimo de 5,3% en 2003, año cuando la economía venezolana registró una fuerte contracción. Posteriormente, su contribución aumentó progresivamente hasta alcanzar un máximo de 15,3% en los nueve primeros meses de 2007.

- La evolución de las exportaciones a Venezuela en los primeros años de la presente década exhibió una tendencia decreciente, la cual se revirtió a partir de 2004. La crisis económica e institucional, junto con las restricciones cambiarias y comerciales ocurridas en dicho país en 2002 y 2003 afectaron el comportamiento de nuestras exportaciones a ese destino, al producirse un descenso de 35% y 38% en 2002 y 2003, respectivamente. Entre 2004 y 2007 el valor exportado se multiplicó tres veces, al pasar de US\$1.623 m a US\$5.210 m. En este período las ventas aumentaron anualmente por encima del 28%, alcanzando su mayor incremento en 2007 (87%) (Gráfico R5.1).
- Por su contribución en el valor total exportado al mercado venezolano sobresalen las ventas de vehículos automotores y sus partes (20,0%), alimentos y bebidas (13,7%: carne de res, chocolate, cacao, lácteos, azúcar y productos de panadería), químicos (12,9%: farmacéuticos, detergentes, jabones, plásticos en formas primarias, plaguicidas y sustancias químicas), prendas de vestir (7,4%), textiles (6,9%), y maquinaria y equipo (5,0%: máquinas y aparatos de uso doméstico, y equipo de uso industrial) (Gráfico R5.2).
- Con excepción de los años 2001 a 2003, el número de empresas que le vendieron al mercado venezolano se ha mantenido relativamente estable, registrando un promedio

Gráfico R5.1
Exportaciones de Colombia
con destino a Venezuela



a/ enero-septiembre de 2007.
Fuente: DANE.

de 2.440 firmas entre 1996 y 2006. Entre las firmas exportadoras predominaron aquellas que tienen una relación comercial de carácter permanente con Venezuela, las cuales precisamente realizaron la mayoría de las exportaciones, con lo que determinaron el comporta-

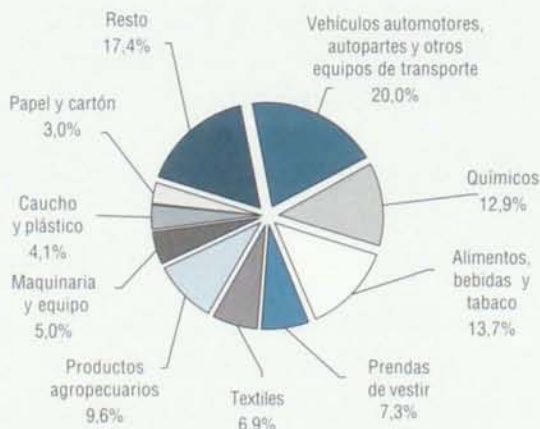
miento de las ventas totales a ese mercado. Pese al alto número de exportadores, la mayor parte de las ventas a Venezuela son efectuadas por un número relativamente reducido de empresas. De 2.555 exportadores, 72 de éstos generaron el 60% del valor total exportado.

- Además de identificar el carácter permanente de las firmas como rasgo predominante en la relación comercial con Venezuela, otro hallazgo importante radica en que existe un gran número de firmas experimentando en este mercado venezolano (cerca del 30% del total de firmas por año), al igual que en el resto de destinos.

- El análisis de 1.447 firmas, para las cuales se tiene información detallada, mostró que para la mayoría de ellas (1.304)

Gráfico R5.2

**Principales productos de exportación a Venezuela
(contribución porcentual por sectores)**

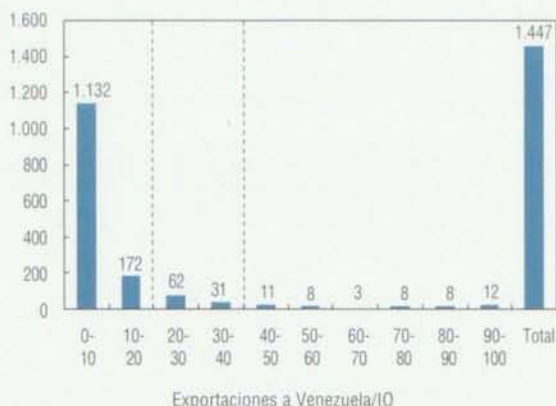


Fuente: DANE.

Gráfico R5.3

**Participación de las exportaciones a Venezuela
en los ingresos operacionales de cada firma**

(número de firmas, 2006)



Fuente: DANE y Superintendencia de Sociedades.

sus ventas a Venezuela en 2006 no fueron la principal fuente de sus ingresos operacionales (Gráfico R5.3). Esto se cumple incluso para aquellas empresas que concentraron más del 40% de sus exportaciones en el mercado venezolano. Sólo para un grupo pequeño de firmas (86) las exportaciones a Venezuela representaron entre el 20% y el 40% de sus ingresos operacionales. Adicionalmente se encontró que un número aún menor de firmas (50) se localiza en el área de mayor dependencia, tanto en términos de sus exportaciones como en sus ingresos operacionales.

- En 2006 los sectores de automotores y sus partes, prendas de vestir, alimentos, bebidas, maquinaria y equipo, textiles, muebles y calzado, presentaron la mayor dependencia del mercado venezolano; de hecho, más del 70% de sus exportaciones se concentran en el vecino país.
- De acuerdo con lo reportado para 2006 a la Superintendencia de Sociedades, 1.253 firmas que exportaron a Venezuela emplearon 268.621 trabajadores, de los cuales el 92% fue generado por empresas cuya dependencia del mercado venezolano es baja. El 8% restante corresponde a empresas con una mayor dependencia de sus exportaciones del vecino país.
- Se encontró que quienes venden a Venezuela tienden a especializarse en un par de mercados, en lugar de diversificar destinos. Este comportamiento se profundizó durante el auge exportador de los últimos años, cuando una proporción alta de empresas se concentró en el mercado venezolano, abandonando otros destinos ya conquistados. Lo anterior, en términos de exportaciones, generó una mayor dependencia del mercado venezolano para las empresas analizadas, lo cual las hace más vulnerables al ciclo de la demanda venezolana.

En conclusión, para la mayoría (90%) de las 1.447 firmas analizadas, los resultados indican que en 2006 no existió una dependencia alta frente al mercado venezolano, en el sentido de que sus exportaciones a Venezuela no constituyeron la principal fuente de sus ingresos. Esto sugiere que ante el evento de un cierre del mercado del vecino país esas empresas tendrían un buen margen de maniobra para ajustarse a las nuevas condiciones. Para el resto de las firmas (145), que aportaron en 2006 el 22% del valor total exportado a ese país, sí se observó una alta dependencia de sus ingresos de tales exportaciones, lo que implica que un deterioro comercial con Venezuela podría afectarlas en mayor medida.

VII. POLÍTICA FISCAL

A. Resultados fiscales de 2007

De acuerdo con información preliminar suministrada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, al cierre de 2007 el sector público consolidado contabilizó un déficit fiscal de \$2.635 mm, que representa el 0,7% del PIB. Este porcentaje es igual a la meta establecida por el Gobierno en el último plan financiero de 2007. El desbalance fiscal es producto de un déficit del Gobierno nacional central (GNC) por 3,2% del PIB, que se compensa parcialmente con un superávit del sector descentralizado por 2,0% del PIB. El Banco de la República y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin) registraron superávit en sus operaciones por un valor equivalente a 0,5% y 0,1% del PIB, respectivamente. Los costos de la reestructuración del sistema financiero ascendieron a 0,3% del PIB (Cuadro 30).

Las finanzas del GNC registraron un déficit de \$11.407 mm, 3,2% del PIB, nivel inferior en cerca de un punto porcentual del PIB respecto al valor observado en 2006. El mejor desempeño fiscal del GNC refleja el comportamiento de los ingresos, que aumentaron 14,8%, en parte por la cancelación de la primera cuota del nuevo impuesto al patrimonio, que ascendió a \$1.171 mm.

Cuadro 30				
Sector público consolidado: balance fiscal, 2006 y 2007				
Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2006	2007 (pr)	2006	2007 (pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(3.196)	(4.160)	(1,0)	(1,2)
1. Gobierno nacional	(13.069)	(11.407)	(4,1)	(3,2)
2. Subtotal sector descentralizado	9.873	7.247	3,1	2,0
Eléctrico	483	328	0,2	0,1
Emcali	(54)	143	(0,0)	0,0
EPM	150	130	0,0	0,0
FAEP	1.221	691	0,4	0,2
Ecopetrol	2.217	2.319	0,7	0,7
Resto de entidades	814	(1.836)	0,3	(0,5)
Seguridad social	3.742	6.363	1,2	1,8
Regional y local	1.300	(891)	0,4	(0,3)
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	1.440	1.641	0,4	0,5
C. Balance de Fogafin	773	523	0,2	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.113)	(1.161)	(0,3)	(0,3)
E. Ajustes	(587)	522	(0,2)	0,1
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(2.683)	(2.635)	(0,8)	(0,7)
Nota: déficit (-) o superávit (+).				
(pr) preliminar.				
Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal.				

Los impuestos más dinámicos fueron los de renta, IVA interno y aduanas, con crecimientos de 14,2%, 12,1% y 22,0%, respectivamente. El recaudo de estos tributos estuvo asociado al ritmo de la actividad económica y al crecimiento de las importaciones, que alcanzó 26% durante el año. Dentro de los recursos de capital, cuyo aumento fue 38,4%, cabe destacar el traslado de utilidades de Ecopetrol, que ascendió a \$3.334 mm (Cuadro 31).

Cuadro 31 Gobierno nacional central: balance fiscal, 2006 y 2007 (miles de millones de pesos)			
	2006	2007 (pr)	Crecimiento anual, 2006-2007
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	56.350	64.705	14,8
A. Tributarios	51.278	57.866	12,8
Renta	21.025	24.010	14,2
IVA interno	13.288	14.897	12,1
IVA externo	8.275	8.481	2,5
Gravamen	3.493	4.260	22,0
Gasolina	1.187	1.212	2,1
Gravamen a los movimientos financieros	2.672	2.990	11,9
Patrimonio	523	1.171	124,0
Otros	816	846	3,7
B. No tributarios	254	383	51,0
C. Fondos especiales	577	637	10,4
D. Recursos de capital	4.178	5.781	38,4
Rendimientos financieros	837	627	(25,1)
Excedentes financieros	3.066	4.565	48,9
Otros	276	589	113,8
E. Ingresos causados	63	38	(39,5)
II. Gastos totales (A + B + C + D + E)	69.419	76.112	9,6
A. Intereses	13.327	15.016	12,7
Externos	3.875	3.859	(0,4)
Internos	9.452	11.158	18,0
B. Funcionamiento ^{a/}	49.125	52.034	5,9
Servicios personales	8.046	8.650	7,5
Gastos generales	3.460	3.495	1,0
Transferencias	37.620	39.889	6,0
C. Inversión	5.917	7.913	33,7
D. Préstamo neto	412	257	(37,8)
E. Pagos causados	637	892	40,0
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) ^{b/}	(13.069)	(11.407)	(12,7)
Costo de reestructuración financiera	1.113	1.161	4,3
IV. Financiamiento (A + B + C + D + E)	14.182	12.567	(11,4)
A. Crédito externo neto	5.302	(875)	(116,5)
Desembolsos	9.992	2.503	(75,0)
Amortizaciones	4.690	3.378	(28,0)
B. Crédito interno neto	7.446	3.401	(54,3)
Desembolsos	22.966	20.516	(10,7)
Amortizaciones	15.520	17.115	10,3
C. Utilidades del Banco de la República	793	1.186	49,6
D. Privatizaciones	114	2.579	2.166,5
E. Otros	527	6.277	1.092,0
V. Déficit como porcentaje del PIB	(4,1)	(3,2)	
(pr) preliminar. a/ Incluye pagos y deuda flotante. b/ No incluye el costo de la reestructuración financiera. Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal.			

Los gastos totales del GNC ascendieron a \$76.112 mm, con un crecimiento de 9,6%. El gasto por concepto de intereses de la deuda, funcionamiento e inversión, aumentó 12,7%, 5,9% y 33,7%, en su orden. Dentro de las erogaciones por funcionamiento, los gastos de personal crecieron 7,5%, los gastos generales 1,0% y las transferencias 6,0%. Sobre este último rubro, se puede destacar la partida por concepto del sistema general de participaciones (SGP), que ascendió a \$17.065 mm, y los giros por pensiones, que alcanzaron \$14.325 mm, incluyendo la transferencia realizada al Instituto de los Seguros Sociales (ISS) por \$5.228 mm. Los pagos de inversión estuvieron principalmente orientados a la ejecución de proyectos de infraestructura vial y carcelaria.

El déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración del sistema financiero, ascendió a \$12.567 mm, y su financiación provino de recursos del crédito interno, traslado de utilidades del Banco de la República, privatizaciones y otros recursos de la Tesorería General de la Nación. El crédito externo neto fue negativo por un monto de \$875 mm, producto de desembolsos por \$2.503 mm y amortizaciones por \$3.378 mm. Por su lado, el endeudamiento interno neto alcanzó \$3.401 mm, con desembolsos por \$20.516 mm y amortizaciones por \$17.115 mm. El valor de las colocaciones de TES de largo plazo alcanzó \$19.113 mm, de los cuales \$6.529 mm corresponden a subastas y \$12.584 a inversiones convenidas y forzosas. Los recursos por privatizaciones, que suman \$2.579 mm, provienen de la venta de Granbanco, Isagen y algunas electrificadoras. La transferencia de utilidades del Banco de la República ascendió a \$1.186 mm.

Con las operaciones de financiamiento descritas, el saldo de la deuda bruta del GNC descendió de 47,3% del PIB en 2006 a 43,6% del PIB en 2007. La mayor parte de esta reducción está asociada con el componente externo de la deuda, que pasó de 16,5% del PIB en 2006 a 13,4% del PIB en 2007. El saldo de la deuda interna se situó en 30,2% del PIB al finalizar 2007.

Con relación al sector público descentralizado, es necesario destacar el desempeño fiscal de Ecopetrol, que registró un superávit equivalente a 0,7% del PIB, gracias al comportamiento de los precios internacionales del crudo y a los ingresos percibidos por concepto del pago de unos contratos celebrados con Ecogas. De otro lado, se observa un desbalance en las operaciones fiscales del denominado "resto de entidades públicas" por 0,5% del PIB, que está asociado con la cancelación de la obligación de Ecogas, antes mencionada, y al déficit del Fondo Nacional del Café y de la Agencia Nacional de Hidrocarburos.

B. Plan financiero para 2008

Para el año 2008 el Consejo Superior de la Política Fiscal (Confis) aprobó una meta de déficit fiscal para el sector público consolidado equivalente a

1,4% del PIB²¹. Esta meta supone un déficit de 3,3% del PIB en las finanzas del GNC, que se compensa parcialmente con un superávit de 1,7% del PIB en el sector descentralizado. Los costos de reestructuración financiera se estiman en 0,3% del PIB, y las finanzas del Banco de la República y el Fogafin registrarán un balance superavitario de 0,4% y 0,1% del PIB, respectivamente. Frente a los resultados preliminares de 2007, se espera una ampliación del tamaño del déficit público debido a factores coyunturales y no estructurales, como el ciclo ascendente del pago de pensiones, la ejecución del recaudo de impuesto al patrimonio y la liquidación de la EPS del ISS, entre otros (Cuadro 32).

Las finanzas del GNC registrarán un crecimiento de 15,5% en los ingresos y de 14,8% en los gastos. Se estima que los recaudos por impuestos crecerán 12,8%, siendo el IVA interno el tributo más dinámico, con un aumento del 27,6%. Vale la pena destacar la reducción en el recaudo por renta, 1,1%, debido principalmente a la eliminación de la sobretasa del 10%, la reducción de la tarifa del 34% al 33% y la utilización de diversos beneficios tributarios,

Cuadro 32				
Sector público consolidado: balance fiscal, 2007-2008				
Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2007	2008 (proy)	2007	2008 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(4.160)	(6.185)	(1,2)	(1,6)
1. Gobierno nacional	(11.407)	(12.628)	(3,2)	(3,3)
2. Subtotal sector descentralizado	7.247	6.444	2,0	1,7
Eléctrico	328	294	0,1	0,1
Emcali	143	295	0,0	0,1
EPM	130	132	0,0	0,0
FAEP	691	(2.984)	0,2	(0,8)
Ecopetról	2.319	0	0,7	0,0
Resto de entidades	(1.836)	1.927	(0,5)	0,5
Seguridad social	6.363	5.180	1,8	1,3
Regional y local	(891)	1.598	(0,3)	0,4
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	1.641	1.388	0,5	0,4
C. Balance de Fogafin	523	451	0,1	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.161)	(1.094)	(0,3)	(0,3)
E. Ajustes	522	0	0,1	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(2.635)	(5.440)	(0,7)	(1,4)
(proy) proyección.				
Nota: déficit (-) o superávit (+).				
Fuente: Consejo Superior de la Política Fiscal (Confis).				

²¹ El plan financiero para 2008 fue presentado en el "Documento de Asesores Confis", núm. 03, del 21 de febrero de 2008.

dentro de los que se incluye la deducción del impuesto de industria y comercio. Por el lado de las rentas de capital cabe destacar los ingresos provenientes de la transferencia del FAEP por un monto de \$2.400 mm (0,6% del PIB) y los excedentes financieros de Ecopetrol por \$4.400 mm (1,1% del PIB).

En cuanto a los gastos del GNC, se estima una reducción de 7,8% en intereses, y un aumento de 18,8% en funcionamiento y de 28,6% en inversión. Al interior del funcionamiento, los gastos de personal registrarán un incremento de 14,3% y las transferencias de 21,1%. Los giros por concepto del SGP ascenderán a \$18.626 mm, con un crecimiento de 9,1%, y los pagos por pensiones alcanzarán \$17.183 mm, con un incremento de 19,9%. Es importante anotar que la transferencia que efectuará la Nación para atender las pensiones con cargo al ISS será de \$5.900 mm en el 2008. En cuanto a los gastos de inversión se prevén giros por un monto de \$10.178 mm, dentro de los cuales sobresalen las partidas para reposición de equipos militares por \$2.300 mm, las cuales se financian con el recaudo del impuesto al patrimonio. Dentro del rubro de inversión también se incluye, por primera vez, el pago a Ecopetrol por concepto del subsidio a los combustibles, que se estima en \$660 mm²².

El financiamiento del déficit del GNC provendrá en gran parte de recursos del crédito externo e interno al igual que de las privatizaciones y otras rentas de la Tesorería General de la Nación. El crédito externo neto ascenderá a \$1.965 mm, producto de desembolsos por \$5.244 mm frente a amortizaciones por \$3.280 mm. Por su parte, el endeudamiento interno neto alcanzará \$5.120 mm, con desembolsos por \$21.538 mm y amortizaciones por \$16.417 mm. Los recursos por privatizaciones, estimados en \$1.700 mm, provendrán en su mayor parte de la venta de electrificadoras. El traslado de utilidades del Banco de la República al Gobierno se estima en \$1.075 mm.

Con respecto al sector público descentralizado, se observa una reducción en el tamaño del superávit, que obedece a varios factores. En primer lugar, a la desacumulación de recursos del FAEP por \$2.400 mm ordenada por el Plan Nacional de Desarrollo 2006-2010. En segundo lugar, a la exclusión de Ecopetrol e Isagen del seguimiento efectuado al sector público no financiero en razón a que estas empresas actualmente cuentan con un régimen de incentivos y una autonomía similar a la de las empresas privadas. Finalmente, a la liquidación de las EPS del ISS, cuyos costos estimados en \$700 mm se originan en el pago de pensiones y otras obligaciones laborales con ex funcionarios de la entidad.

²² Hasta el año 2007 Ecopetrol descontaba de los dividendos transferidos al Gobierno los recursos para pagar el subsidio a los combustibles. Con la capitalización de la empresa, el pago de estos subsidios queda en cabeza del GNC.

VIII. RESERVAS INTERNACIONALES Y VULNERABILIDAD EXTERNA

A diciembre de 2007 las reservas internacionales netas totalizaron US\$20.948,7 m, cuantía superior en US\$5,512.9 m al saldo registrado en diciembre de 2006²³. Durante este período se compraron reservas a través del mecanismo de intervención discrecional por un valor de US\$4,527.4 m, y a través de las opciones de control de volatilidad por US\$554,5 m. Al mismo tiempo se realizaron operaciones de venta por US\$368.9 m, y se obtuvo un rendimiento neto de US\$1.326,2 m gracias a las inversiones de las reservas. Como se explica en detalle en este capítulo, ninguno de los indicadores de vulnerabilidad externa presenta síntomas de deterioro, y se ubican en una posición intermedia frente a otras economías de la región.

A. Indicadores de vulnerabilidad externa

El análisis de los indicadores de vulnerabilidad externa de la economía se centra en aquellos que miden la incidencia del endeudamiento externo tanto en su nivel como en la obligación de pagos generados a corto plazo. Estos indicadores se complementan con la inclusión del déficit en la cuenta corriente. En general, los mercados internacionales consideran que un valor inferior a uno en estos indicadores puede dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías, dependiendo de las características de cada país.

El Banco de la República debe disponer de un nivel de reservas internacionales que le permita intervenir en los mercados de acuerdo con las reglas establecidas; así mismo, es responsable ante la sociedad por la administración de las reservas y debe obtener de ellas rendimientos positivos.

Los beneficios de las reservas están relacionados con el objetivo de resguardar la economía de una crisis externa. En las décadas pasadas las crisis externas de los países han surgido por diversas circunstancias, tales como pérdida de confianza en la solvencia del sistema financiero, déficit insostenibles de la cuenta corriente de la balanza de pagos, niveles de deuda externa de corto plazo superiores al saldo de reservas internacionales, contagio o déficits fiscales altos que llevan a que el nivel y la tasa de crecimiento de la deuda pública sean insostenibles. Estas han sido las principales causas de crisis externas en los países emergentes y, aunque Colombia no presenta estas condiciones, siempre será vulnerable (como cualquier país emergente) a una

²³ Las reservas netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. A menos que se indique lo contrario, todas las cifras en este documento corresponden al fin de mes de diciembre de 2007 y son provisionales; además puede que no coincidan debido a redondeos.

situación de cierre de los mercados internacionales de crédito. En síntesis, el mantener reservas internacionales tiene costos de oportunidad y beneficios que aumentan de manera directa con el nivel de las reservas.

Algunos trabajos empíricos²⁴ han identificado que una demanda estable de largo plazo por reservas debe considerar el siguiente conjunto de variables:

- *Tamaño de la economía*: en la medida en que las transacciones internacionales aumentan con el tamaño de la economía, se espera que las reservas se incrementen de acuerdo con la población y el PIB per cápita.
- *Vulnerabilidad de la cuenta corriente*: entre más abierta sea una economía, más vulnerable será a choques externos. De esta forma, si por choques de demanda externa o de términos de intercambio el país enfrenta una demanda inesperada de divisas, por precaución es conveniente que disponga de altos niveles de reservas.
- *Vulnerabilidad de la cuenta de capital*: una mayor apertura financiera puede implicar que choques externos se transmitan con mayor intensidad si el país no cuenta con un mercado de capitales desarrollado; en ese sentido disponer de un buen nivel de reservas le permitirá reducir la vulnerabilidad a salidas inesperadas de capital.
- *Flexibilidad de la tasa de cambio*: entre más flexible sea el régimen de la tasa de cambio la demanda por reservas será reducida y el banco central no requerirá mantener un gran acervo.
- *Costo de oportunidad*: el costo de oportunidad de mantener reservas surge del hecho de que los bancos centrales deben invertir en activos líquidos de bajo riesgo. De esta manera, dicho costo se define como la diferencia entre la renta recibida por el *stock* de reservas y por el costo marginal de una inversión alternativa. Así, un costo de oportunidad alto reducirá el nivel de reservas, al ser una inversión menos rentable para el banco central.

De acuerdo con lo anterior, los indicadores que más relevancia tienen en la determinación del riesgo soberano de los países son los siguientes:

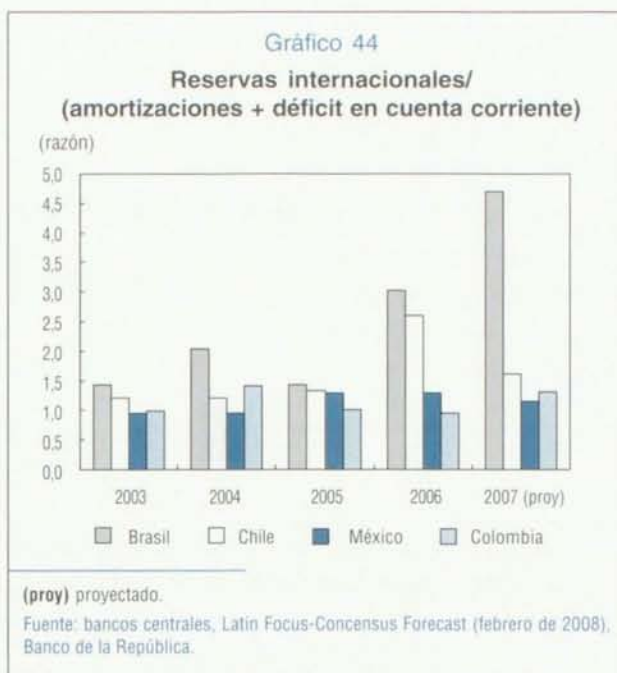
- *Reservas/amortizaciones del año en curso o siguiente*: este indicador es suficiente para países que no tienen déficit en la cuenta corriente ni una moneda sobrevaluada, por lo cual la necesidad de liquidez internacional se limita a las amortizaciones de la deuda externa. Si su valor es inferior a uno hay señales de vulnerabilidad externa.

²⁴ Fondo Monetario Internacional, 2003, *World Economic Outlook*, septiembre.

- *Reservas/servicio de la deuda externa total*: medida útil cuando el país necesita acudir al mercado internacional no sólo para financiar las amortizaciones de la deuda total sino también para financiar los intereses de esas obligaciones. Su valor debe ser superior a uno para que no refleje señales de alerta.
- *Reservas/(amortizaciones + déficit en cuenta corriente)*: esta relación indica la vulnerabilidad externa de países con amortizaciones y pago de intereses importantes, con déficit en la cuenta corriente y que desean que en el evento de un cierre de los mercados internacionales su ajuste sea gradual y no requiera contracciones bruscas del gasto y del producto. En estas condiciones, al igual que los anteriores indicadores, un valor muy inferior a uno da señales de mayor vulnerabilidad externa.
- *Reservas/PIB*: en la medida en que una economía crece, requiere de un mayor *stock* de reservas internacionales para atender la demanda de los diferentes sectores.
- *Otros indicadores de reservas*: otras medidas que complementan los indicadores de vulnerabilidad se cuantifican en el tamaño de las reservas con respecto a otras variables de la economía, tales como i) el indicador tradicional de reservas/importaciones; y ii) la relación entre reservas y el agregado monetario amplio (M3).

Como ya se explicó, en los últimos años el proceso de intervención cambiaria del Banco de la República ha estado orientado a acumular reservas internacionales y a reducir la volatilidad de la tasa de cambio. Con esta estrategia el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) alcanzó US\$20.949 millones a diciembre de 2007.

En la coyuntura actual uno de los indicadores de vulnerabilidad externa más importante de analizar es el que considera las reservas como proporción de las amortizaciones de la deuda externa y el déficit de la cuenta corriente; por tanto, el indicador es sólido si se mantiene por encima de uno. Como se observa en el Gráfico 44,



entre 2003 y 2006 Brasil y Chile cumplieron con el criterio de que el indicador fuera mayor que la unidad, y México lo hizo a partir de 2005. En Colombia el indicador ha alcanzado valores inferiores aunque muy cercanos a la unidad. Para el año 2007 se estima que ascienda a 1,3 (Cuadro 33).

En el caso del indicador de reservas internacionales/amortizaciones externas, Brasil, Chile y México registraron niveles superiores a los de Colombia durante todo el período, excepto durante 2004. En 2007 Colombia exhibe un indicador mayor al de países como Chile y México. Por otra parte, para toda la muestra el indicador de reservas/servicio de la deuda externa muestra niveles inferiores, en el caso de Colombia, excepto para Brasil entre 2006 y 2007 (Gráfico 45).

Cuadro 33
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (pr)
Saldo						
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/}	10.841	10.916	13.536	14.947	15.436	20.949
Indicadores						
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa						
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares) ^{a/}	10.018	10.068	8.688	13.068	13.192	10.225
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del año en curso	1,08	1,08	1,56	1,14	1,17	2,05
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del siguiente año	1,08	1,26	1,04	1,13	1,51	1,71
B. Posición adecuada de liquidez externa						
RIN/servicio de la deuda, año corriente ^{a/}	0,87	0,87	1,21	0,93	0,96	1,56
RIN/servicio de la deuda, año siguiente	0,87	0,98	0,85	0,93	1,15	1,34
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déf. cta. cte. año corriente) ^{a/}	0,96	0,99	1,41	1,00	0,95	1,30
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déf. cta. cte. año siguiente)	0,98	1,14	0,91	0,92	0,96	0,99
C. Otros indicadores de reservas internacionales						
RIN como meses de importaciones de bienes ^{a/}	10,8	9,9	10,2	8,9	7,5	8,1
RIN/M3 (porcentaje) ^{f/}	41,9	36,5	33,3	30,3	27,9	32,1
RIN/PIB ^{g/}	13,4	13,7	13,8	12,2	11,3	12,2

(pr) preliminar.

a/ Saldo de reservas internacionales al mes de diciembre de 2007.

b/ Las amortizaciones de deuda externa corresponden a una cifra preliminar de la balanza de pagos para el año 2007.

c/ El servicio de la deuda externa corresponde a la cifra preliminar de la balanza de pagos para el año 2007.

d/ El déficit en cuenta corriente corresponde a una cifra preliminar de la balanza de pagos para el año 2007.

e/ El valor de las importaciones de bienes corresponde a una cifra preliminar de balanza de pagos para el año 2007.

f/ Saldo de M3 ampliado al mes de diciembre de 2007.

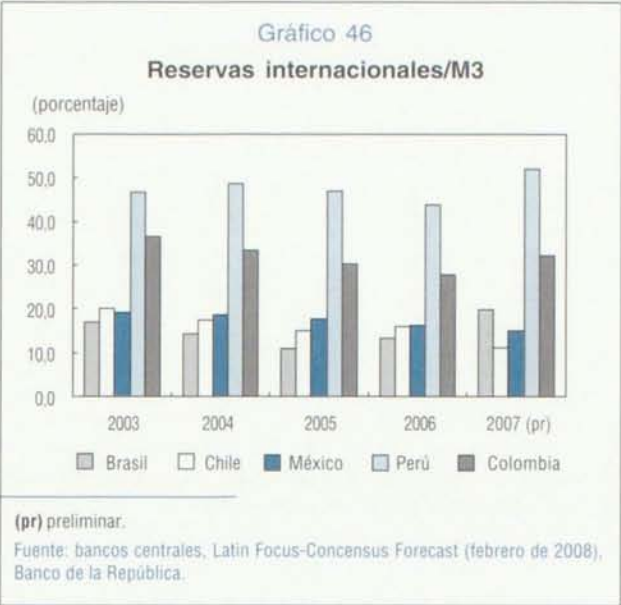
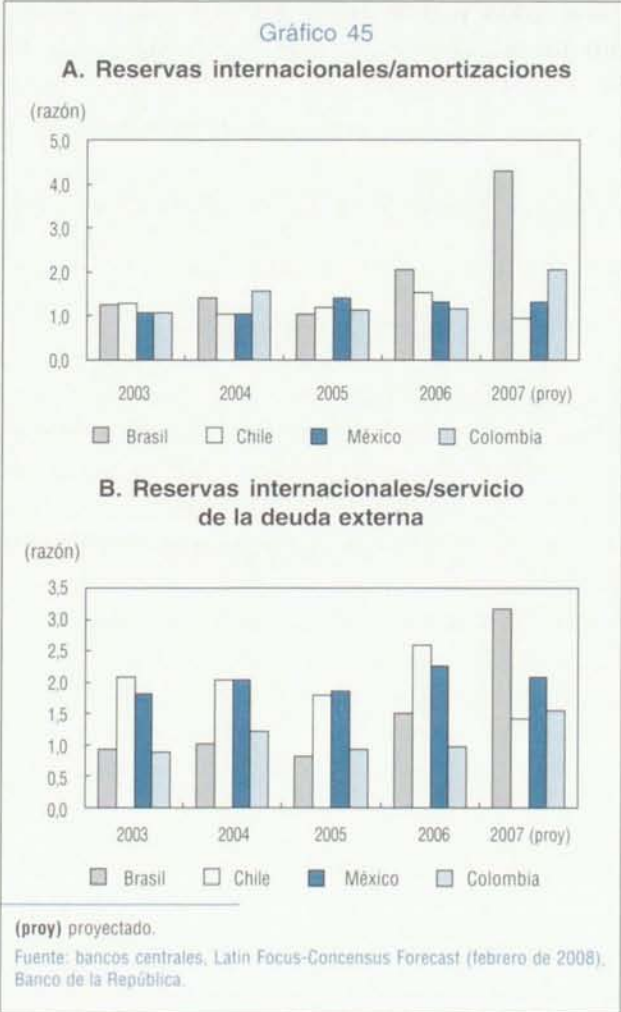
g/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para el año 2007.

Fuente: estimaciones del Banco de la República.

Por otro lado, si se compara el nivel de reservas con respecto al agregado monetario amplio (M3)²⁵, se observa que entre 2003 y 2007 el indicador de Colombia se sitúa por encima del registrado por Brasil, Chile y México, pero por debajo de Perú²⁶ (Gráfico 46).

En cuanto al indicador de reservas internacionales a PIB, el aumento en el saldo de las reservas en Colombia ha significado un incremento moderado con respecto a su tamaño como proporción del PIB. El país se sitúa en un nivel intermedio, por encima de Brasil y México, pero por debajo de Chile y Perú. En 2007 sólo Brasil y Perú registrarían niveles superiores al de Colombia. En el caso de las reservas expresadas en meses de importaciones de bienes Colombia ha tenido una posición relativa

25. Definición de M3 por país. Fuentes: bancos centrales y Datastream. En Brasil (diciembre): la serie fue revisada y redefinida en julio de 2001, e incluye: moneda en circulación + depósitos a la vista en bancos comerciales + depósitos especiales remunerados + depósitos de ahorros + títulos emitidos por instituciones financieras + fondos de inversión + fondos de renta fija de corto plazo. En Chile (enero): efectivo + depósitos en cuenta corriente del sector privado no financiero netos de canje + depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes + depósitos de ahorro a la vista + depósitos a plazo del sector privado + depósitos de ahorro a plazo,



superior a la de Chile y México a partir de 2004, y se espera que para 2007 se mantenga en niveles similares a los de 2006 (Gráfico 47). En todo caso, como se aprecia en el Cuadro 1, las reservas internacionales de Colombia se han mantenido por encima a siete meses de importaciones, esto es, en niveles superiores a los estándares internacionales para este indicador.

B. Criterios de la administración de las reservas internacionales

Los criterios de administración de las reservas internacionales establecidos por el Banco de la República son, en orden de importancia: seguridad, liquidez y rentabilidad. Conforme a estos criterios, y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario.

El Comité de Reservas del Banco de la República es el organismo encargado de fijar políticas que contemplan la administración de las reservas internacionales, así como de revisar periódicamente su rendimiento y su composición.

El Comité está compuesto por el Ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado, los miembros de dedicación exclusiva de la Junta Directiva y el Gerente General del Banco de la República, y para el cumplimiento de su objetivo al Comité le corresponden las siguientes funciones:

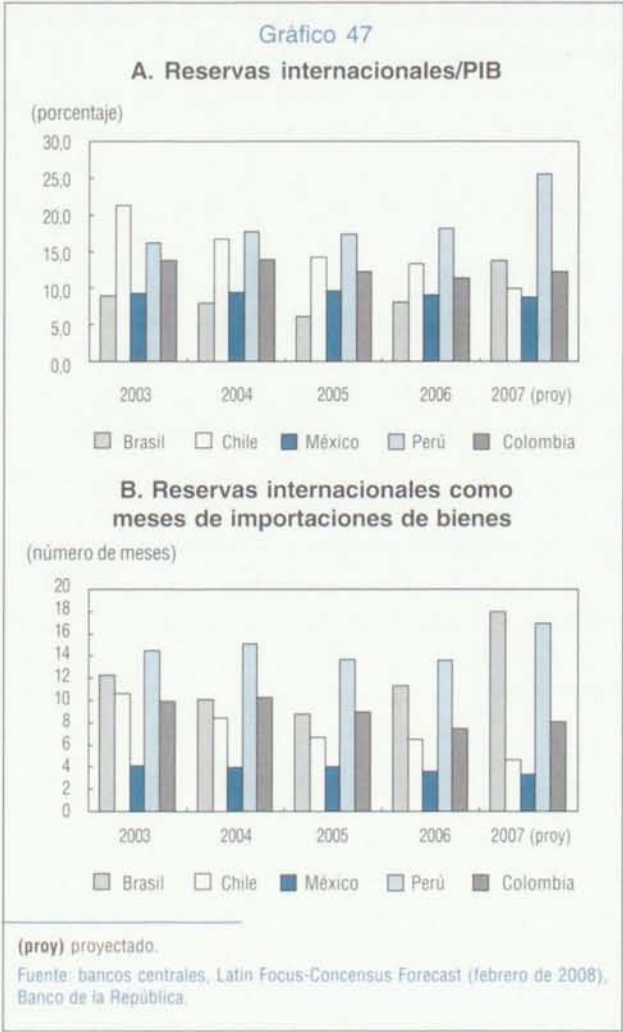
- Conocer, evaluar y señalar normas de política sobre la composición de las reservas internacionales en términos de la participación de los siguientes activos: cuenta corriente y efectivo en caja, oro incorporado a las reservas internacionales, portafolio de inversiones, posición en Derechos Especiales

incluidos los de vivienda. En México (diciembre): billetes y monedas en poder del público + cuentas de cheques en moneda nacional en bancos del país + depósitos en cuenta corriente en moneda nacional en bancos del país + captación interna de bancos residentes del país en moneda nacional + captación de bancos residentes del exterior en moneda nacional. A partir de enero de 2002 la serie fue revisada y redefinida y se incluyen los siguientes componentes adicionales: valores públicos y privados en poder de residentes y a los fondos de retiro y valores del Gobierno federal en poder de residentes del exterior. Para Perú (diciembre) se tomó la cifra de liquidez total, la cual incluye el circulante, los depósitos y los valores emitidos por las entidades del sistema financiero nacional, frente a hogares y empresas privadas no financieras. El sistema financiero peruano comprende a las entidades bancarias y no bancarias. El sistema bancario incluye al Banco Central de la Reserva del Perú, Banco de la Nación, y entidades bancarias. El sistema no bancario incluye la Corporación Financiera de Desarrollo S. A. (Cofide), empresas financieras, compañías de seguros, cooperativas de ahorro y crédito, empresas de arrendamiento financiero, cajas municipales, cajas rurales y fondos de pensiones. Para el caso de Colombia la fuente es el Banco de la República, y la definición del M3 corresponde al 28 de diciembre de 2007, la cual incluye: efectivo y pasivos sujetos a encaje. A partir del 24 de noviembre de 2000 los bonos del sistema financiero se incluyen dentro de los pasivos sujetos a encaje. Por tanto, lo que hasta la fecha se denomina M3 + bonos, en adelante será M3. La serie histórica fue revisada en junio de 2001 para incluir la información sobre los saldos de bancos en liquidación proporcionada por Fogafin, que anteriormente se suponían constantes.

²⁶ En esta comparación es preciso tener presente que en Perú se contabilizan como reservas internacionales los pasivos en dólares de los bancos.

de Giro (DEG) adicional a la que debe mantener Colombia en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la posición con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) adicional a la requerida por Colombia en virtud de las decisiones de sus países miembros.

- Determinar las políticas de inversión del portafolio de inversiones de las reservas internacionales de la siguiente manera:
 - Definir los lineamientos del portafolio de inversiones administrado directamente por el Banco de la República o por los administradores externos.
 - Determinar los criterios de selección y realizar la escogencia de administradores externos mejor calificados y los custodios de títulos que hacen parte del portafolio de inversiones en el exterior.
 - Determinar los criterios de selección de las diferentes contrapartes con las que se invierten las reservas.
- Determinar políticas sobre la administración del oro incorporado a las reservas internacionales, incluyendo el tipo de operaciones para su inversión o compra y venta; criterios de la selección de entidades en donde se invierte, así como sus custodios.
- Autorizar operaciones especiales que tengan relación con operaciones pasivas por endeudamiento del Banco de la República en moneda extranjera con el objeto de dar apoyo a la balanza de pagos.



- Definir los requerimientos de liquidez de las reservas internacionales.
- Seguir la evolución de los mercados financieros internacionales, en especial en aquellos en donde se invierten las reservas.
- Aprobar las metas de desempeño para la evaluación del riesgo y el rendimiento, y evaluar, con base en tal criterio, la gestión de la administración de las reservas.
- Aprobar cambios en los montos manejados por los administradores externos con base en la evaluación de su desempeño.

Las inversiones de las reservas se separan en dos componentes: el *tramo de inversión*, o porción de las reservas, el cual se puede colocar en los mercados financieros internacionales, y los *otros componentes*, conformados por aquellos activos sobre los cuales no se puede definir una política de inversión diferente a la determinación de su tamaño, y que comprende las inversiones en oro monetario, las tenencias en entidades supranacionales, tales como el FMI y el FLAR, y aportes a otros convenios internacionales.

Con el objeto de hacer un manejo eficiente del tramo de inversión de las reservas, el Comité de Reservas del Banco de la República lo ha separado por tramos de disponibilidad, a saber:

- Se ha definido un primer tramo altamente líquido, denominado *capital de trabajo*, que tiene como propósito cubrir las necesidades de liquidez inmediata de las reservas, por lo que dentro de sus objetivos priman la seguridad y la liquidez (por encima de la rentabilidad), y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo en dólares de los Estados Unidos, labor que es gestionada directamente por el Banco de la República.
- El segundo corte, denominado *tramo indexado*, cuya finalidad es dar soporte a las necesidades de liquidez inmediata pero sus inversiones tienen perfiles de rentabilidad superiores a los del capital de trabajo, primando siempre la seguridad, por lo que la inversión se concentra en activos de muy corto plazo en los Estados Unidos y en bonos emitidos por los gobiernos de los Estados Unidos, Alemania y Japón, y cabe anotar que en la actualidad este tramo es administrado directamente por el Banco de la República.
- Finalmente, existe un tercer componente, denominado *tramo no indexado*, donde, en orden de importancia, los criterios para su manejo son: seguridad, rentabilidad y liquidez. Éste es gestionado en una parte por el Banco de la República, pero adicionalmente cuenta con un

programa de administración externa, donde se contratan a firmas especialistas en la administración de activos de renta fija para que, dentro de un marco de riesgo controlado, puedan usar su experiencia y recursos en determinar inversiones que aumenten la rentabilidad de las reservas en el largo plazo.

Además, el Comité de Reservas ha establecido un portafolio teórico, o *índice de referencia*, cuya finalidad es reflejar la aversión al riesgo del Comité en un instrumento cuantificable (en este caso el portafolio). El índice se compone por aquellos activos que, en un período de un año, maximicen la rentabilidad de las reservas, sujeto a estrictas restricciones de riesgo. Por otro lado, se determina que la composición cambiaria de este índice debería ser equivalente a la composición de los egresos de la balanza de pagos del país, brindando así una cobertura cambiaria natural entre el activo de la Nación, el cual estaría representado en las reservas internacionales más los pasivos de los residentes en el exterior. En la actualidad el índice se distribuye en: 85% en dólares de los Estados Unidos, 12% en euros y 3% en yenes japoneses.

El *índice de referencia* permite medir el desempeño de las reservas y sirve para calificar la gestión de los diferentes administradores; además, se revisa de forma periódica, ya que las condiciones del mercado de los activos financieros y la aversión al riesgo de los miembros del Comité cambia a lo largo del tiempo.

El Comité de Reservas también decidió implementar desde 1994 un programa de administración externa con una porción del *tramo no indexado*, con el objetivo de, por un lado, en el largo plazo obtener rendimientos superiores a los registrados por el *índice de referencia* a través de la ejecución de diversas estrategias de inversión por parte de firmas altamente experimentadas en activos, las cuales se consideran apropiados para un portafolio de las reservas, pero que en plazos de tiempo muy cortos pueden presentar una variación en sus precios superior a la deseada para las inversiones del índice de referencia; y por el otro, de transferir conocimientos y tecnología al Banco de la República para mantenerlo a la vanguardia de los desarrollos financieros, en especial en el mercado de renta fija.

Con una experiencia de ocho años en el manejo del programa de administración externa, en 2002 se decidió cambiar el programa, incorporando dos decisiones estratégicas: i) separar el programa en dos mandatos y ii) ampliar el programa a un número mayor de firmas, las cuales deberían competir entre sí, primero para lograr objetivos definidos de exceso de rendimiento sobre el índice y, segundo, para ser el mejor administrador de su respectivo mandato. Con esto, en octubre de 2002 el programa de administración externa se divide en dos tipos: i) el *mandato de rotación*, el cual concentra los riesgos de margen en activos de renta fija en los Estados Unidos, donde

los gestores de este tipo de mandato tienen la posibilidad de invertir en activos con la más alta calidad crediticia en dólares, conocidos como *títulos con grado de inversión*, tales como los bonos de agencia, títulos respaldados por hipotecas, bonos corporativos, títulos respaldados por activos, dentro de los que se encuentran los préstamos hipotecarios, y los recibos de préstamos para autos y de tarjetas de crédito, entre otros; y ii) el *mandato global*, donde se espera que las firmas que lo manejan usen estrategias *direccionales*, como la toma de exposición al riesgo de tasas de interés, la toma de posiciones cambiarias y la inversión en bonos de gobierno de países industrializados diferentes a los emitidos por los gobiernos de los Estados Unidos, Alemania y Japón, así como en instituciones supranacionales.

Adicionalmente, se definen unos parámetros para la revisión de la gestión de las firmas administradoras, los cuales son revisados periódicamente y, dependiendo del éxito de la gestión, se puedan tomar decisiones tales como modificar el tamaño administrado, cambiar los lineamientos de inversión, etc.

1. Composición de las reservas

El principal componente de las reservas internacionales del país lo constituye el tramo de inversión, con el 93,8% del total (US\$19.639,4 m). El saldo restante está distribuido en: i) la posición en el FMI y los DEG (US\$674,1); ii) posición en el FLAR (US\$368,2 m); iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales (US\$283,2 m) y, iv) la posición en caja (US\$10,2 m). Así mismo, se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$6,4 m (Cuadro 34).

El tramo de inversión se concentra principalmente en el sector soberano, incluyendo activos de corto y largo plazos, con un 63,0% del portafolio, y la proporción restante se distribuye entre los demás sectores, así: 22,6% en el bancario, 9,7% en el corporativo, 3,6% en el supranacional, y 1,1% en acuerdos de recompra en la Reserva Federal de Nueva York. A diciembre de 2007 la distribución por calidad crediticia, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas²⁷, fue la siguiente: 48,3% "P-1"²⁸, 45,8% "AAA", 0,9% "AA", 3,7% "A", 1,1% en Acuerdos de Recompra en la Reserva Federal de Nueva York, y 0,2% en el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés). La distribución del riesgo crediticio refleja el estricto criterio de seguridad con que se administran las reservas internacionales.

La composición cambiaria del tramo de inversión es la siguiente: 85,8% en dólares de los Estados Unidos, 10,9% en euros, 3,1% en yenes japoneses, y el

²⁷ Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings.

²⁸ En la escala de las calificaciones de corto plazo "P-1" representa la mejor.

Cuadro 34
Composición de las reservas internacionales

Descripción	Dic-06		Dic-07		Variación año completo
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	
Caja	2,5	0,02	10,2	0,05	7,7
Efectivo en caja	2,1	0,01	2,2	0,01	0,1
Depósitos a la orden	0,4	0,00	8,0	0,04	7,7
Tramo de inversión	14.249,3	92,31	19.639,4	93,75	5.390,2
Portafolio directo	6.795,0	44,02	10.715,0	51,15	3.920,0
Portafolio de inversión	5.974,6		9.803,4		
Capital de trabajo	820,4		911,6		
Portafolio en administración	7.454,3	48,29	8.924,4	42,60	1.470,1
Oro	141,0	0,91	184,8	0,88	43,9
En custodia	141,0	0,91	184,8	0,88	43,9
Fondo Monetario Internacional	626,8	4,06	674,1	3,22	47,3
DEG	196,8	1,28	222,9	1,06	26,1
Posición de reserva	430,0	2,79	451,1	2,15	21,2
Fondo Latinoamericano de Reservas	351,2	2,28	368,2	1,76	17,0
Aportes	331,2	2,15	348,2	1,66	17,0
Pesos andinos	20,0	0,13	20,0	0,10	0,0
Convenios internacionales	69,5	0,45	78,3	0,37	8,9
Total reservas brutas	15.440,2	100,03	20.955,1	100,03	5.514,9
Pasivos de corto plazo	4,4	(0,03)	6,4	(0,04)	2,0
Intereses causados por los pasivos	4,4	(0,03)	6,4	(0,04)	2,0
Total de reservas netas	15.435,8	100,00	20.948,7	100,00	5.512,9

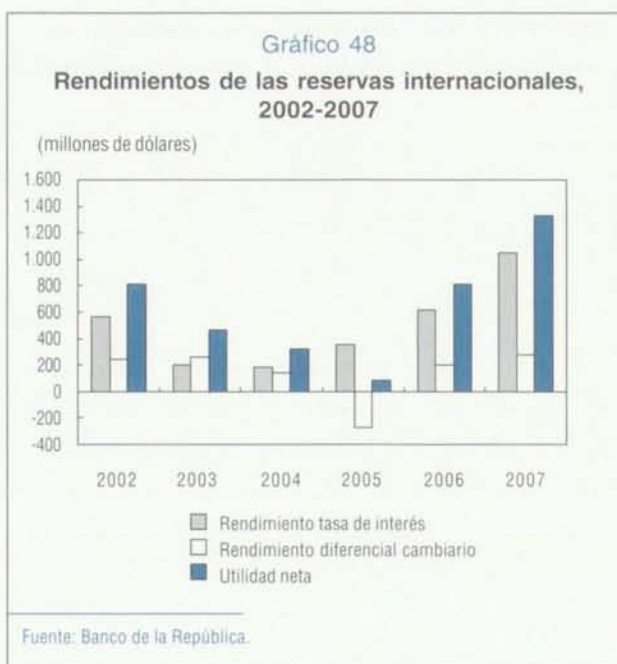
Fuente: Banco de la República.

restante 0,2% está repartido en las siguientes monedas: dólar australiano, libra esterlina, dólar canadiense, dólar neocelandés, corona noruega, corona sueca y franco suizo.

Del tramo de inversión, el Banco de la República gestionó directamente US\$10.715,0 m (54,6% del total del tramo), incluido el capital de trabajo por US\$911,6 m. Las firmas especializadas Barclays Global Investors, Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Financial, Wellington Management, Deutsche Asset Management y Western Asset Management administraron el restante 45,4%, US\$8.924,4 m.

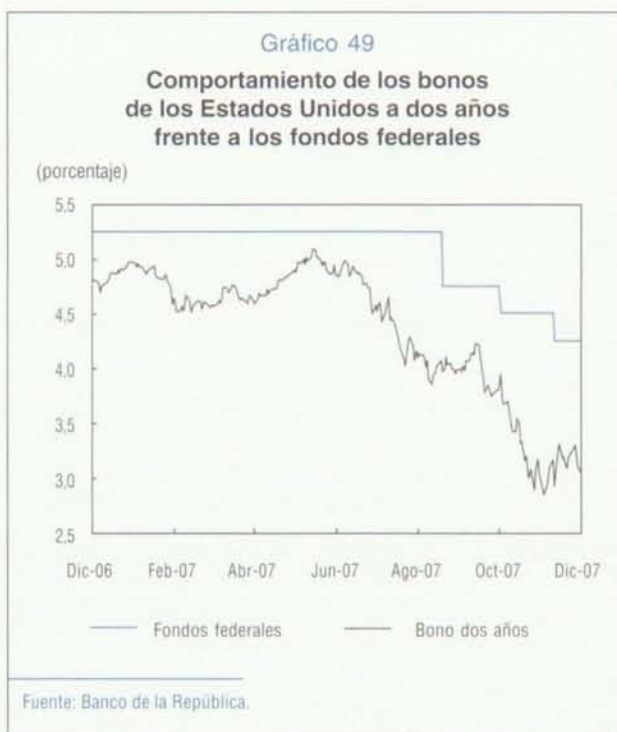
2. Rendimiento del portafolio de reservas

El rendimiento neto del total de las reservas internacionales al 31 de diciembre de 2007 fue de US\$1.326,2 m. Las ganancias obtenidas por la valorización de



las inversiones, así como por la causación de intereses, ascendieron a US\$1.048,5 m, mientras que los rendimientos por diferencial cambiario registraron un valor de US\$277,6 m (Gráfico 48).

Durante 2007 el tramo de inversión de las reservas registró un alto rendimiento de 6,79%, el cual estuvo asociado con los desarrollos financieros internacionales durante el año, como se explica en el capítulo VI de este informe. Durante la segunda mitad del año, y como consecuencia de la crisis de liquidez y de la alta aversión al riesgo que exhibieron los inversionistas, los activos en los que se invierten las reservas —predominantemente en títulos emitidos por gobiernos, sus agencias, entidades supranacionales, y emisores bancarios y corporativos de las más alta calidad crediticia— reflejaron valorizaciones sustanciales, donde las más grandes se presentaron en los bonos gubernamentales. La disminución de las tasas de interés con las que se valoran esos títulos hizo que sus precios aumentaran considerablemente. Como referencia, la nota del Tesoro de los Estados Unidos con



vencimiento de dos años, se cotizaba en junio de 2007 a una tasa de interés de 4,86%, a finales de 2007 era de 3,05%, es decir que disminuyó en 1,81%, lo cual no se observaba desde 2002 (Gráfico 49). Es importante mencionar que los títulos no gubernamentales en los que se invierte una parte de las reservas no registraron la misma valoración, en especial aquellos donde los

emisores o sus garantías tenían algún tipo de relación con el mercado de la vivienda en los Estados Unidos; sin embargo la variación de sus precios fue positiva durante el año.

Otro factor que contribuyó al alto rendimiento de las reservas durante 2007 fue la debilidad generalizada del dólar (Gráfico 50). Dentro de las estrategias de inversión aprobadas por el Comité de Reservas, las firmas especialistas procuraron diversificar la moneda de denominación de sus inversiones hacia aquellas que forman parte de los países industrializados. De hecho, estas firmas invierten, de forma discrecional y dentro de estrictos parámetros de riesgo, en monedas de los países industrializados, a saber: dólares de los Estados Unidos, euros, yenes japoneses, libras esterlinas, francos suizos, coronas suecas, coronas noruegas, dólares australianos, dólares de Nueva Zelanda, y dólares de Canadá.

En el Cuadro 35 se presentan los rendimientos de los distintos mandatos que conforman el tramo de inversión de las reservas internacionales. Durante 2007 las firmas que tuvieron mayores inversiones en activos con algún tipo de exposición de riesgo crediticio, los cuales se concentran en el mandato de rotación y que, debido a la crisis



Cuadro 35						
Rendimiento de las reservas internacionales, según mandato						
Mandato	Rendimientos anualizados de los portafolios Oct. 31-2002 a Dic. 31-2007			Rendimientos de los portafolios Dic. 31-2006 a Dic. 31-2007		
	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia
Tramo indexado	3,99	4,01	(0,02)	7,00	6,95	0,05
Tramo no indexado administrado por el Banco de la República	4,07	3,97	0,10	7,95	7,74	0,21
Mandato global	5,10	4,83	0,27	7,82	7,74	0,08
Mandato rotación	3,11	3,10	0,01	5,99	6,78	(0,79)
Capital de trabajo	3,09			5,25		
Nota: cifras provisionales sujetas a revisión						
Fuente: Banco de la República.						

de liquidez, experimentaron aumentos generalizados de sus márgenes frente a la tasa libre de riesgo, obtuvieron tasas de rentabilidad inferiores a las del índice de referencia, aunque esa rentabilidad siempre fue positiva. Se puede observar en el cuadro anterior cómo mientras la rentabilidad del índice de mandato de rotación registró uno de 6,78%, las firmas administradoras especialistas obtuvieron un rendimiento de 5,99%, es decir, su rentabilidad fue inferior en 0,79% a la de su índice. En el caso de los administradores de los otros mandatos, incluyendo al Banco de la República, estos obtuvieron excesos de retorno positivos frente a sus respectivos índices de referencia, destacándose el portafolio del tramo no indexado, administrado por el Banco de la República, el cual obtuvo un retorno de 7,95% en el año, frente a 7,74% registrado por el índice que mide la gestión de este administrador.

Adicionalmente, y como consecuencia de la revisión de la gestión de estas firmas, se decide reemplazar el contrato otorgado a Pacific Investment Management Co. por otro, para lo cual se contrataron a las firmas Deutsche Asset Management y Western Asset Management.

Desde 1994, con la puesta en marcha del programa de administración externa se han obtenido beneficios brutos adicionales a los recibidos por el índice de referencia por aproximadamente US\$69,1 m, lo que representa una tasa anual de 0,17%.

3. Perspectivas

Se espera que la disminución de las tasas de interés de la economía estadounidense sea seguida por otras regiones, en especial Europa y el Reino Unido. Estas tasas de interés más bajas tendrán como consecuencia que las nuevas inversiones que se hagan en esas monedas rentarán menos, es decir, se percibirían menores intereses, comparados con los obtenidos durante 2007. Esta disminución en la recepción de intereses, o causación, hará más vulnerable a las inversiones a posibles pérdidas, así: se asume que en un año la variabilidad en el precio de un activo financiero es 2%, es decir, que bajo eventos normales éste se puede depreciar en 2%; si el ingreso por causación es de 5%, entonces el rendimiento total del activo, al sumar los efectos de la posible desvalorización y causación, será de 3% (5% de causación menos 2% de valoración). Si el ingreso por causación se reduce a 2,5%, entonces el rendimiento total del activo será muy cercano a cero (2,5% por causación menos 2% por valoración). Con escenarios normales la variabilidad de los precios de los activos financieros de renta fija es estable en el tiempo, por lo que la disminución en la causación es perjudicial para las inversiones de las reservas.

Adicionalmente, y como consecuencia de una disminución en el crecimiento global, existe la posibilidad de una reversión en la tendencia devaluacionista del dólar frente a las monedas de los países industrializados, lo cual, de llegarse

a dar, iría en detrimento de la rentabilidad de las inversiones en divisas diferentes al dólar.

IX. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, la JDBR dispuso distribuir en el presente año recursos por \$1.415,1 mm al Gobierno nacional de las utilidades obtenidas en el ejercicio de 2007 (\$1.985,0 mm). La diferencia entre las utilidades obtenidas y las que se distribuyen obedece principalmente a que los ingresos por las variaciones del dólar de los Estados Unidos frente a otras monedas (\$579 mm) deben abonarse a la cuenta de reservas para fluctuación de monedas que se consituyen de acuerdo con normas legales establecidas por el Congreso de la República, relacionadas con la legislación cambiaria. Esto con el propósito de que puedan ser utilizadas cuando se revierta el proceso de devaluación del dólar y no se afecte el giro de utilidades al Gobierno²⁹.

A. Resultados a diciembre de 2007

En 2007 el Banco obtuvo utilidades por \$1.985,0 mm, producto de ingresos por \$3.496,7 mm y egresos por \$1.511,7 mm (Cuadro 36). Frente al año 2006 las utilidades fueron superiores en \$361,1 mm, resultado de mayores ingresos por \$767,2 mm y egresos por \$406,1 mm.

Los mayores ingresos del año 2007 con respecto a 2006 estuvieron asociados, principalmente, con el mayor rendimiento de las reservas internacionales netas (\$824,2 mm), los cuales compensaron el menor ingreso por valoración del portafolio de TES en poder del Banco (\$105,2 mm). Igualmente, el mayor nivel de gasto registrado (\$406,1 mm) correspondió a la remuneración de los depósitos del Gobierno nacional, a la mayor apreciación del peso frente al dólar y a los gastos en operaciones de contracción monetaria (Cuadro 37).

El rendimiento de las reservas internacionales netas durante 2007 (\$2.746,4 mm), se derivó de: i) el aumento en el saldo de las reservas internacionales netas, que pasó de US\$15.435 m en 2006 a US\$20.949 m en 2007; ii) el fortalecimiento del euro y del yen frente al dólar³⁰, y iii) la valoración del

²⁹ De acuerdo con el artículo 61, numeral 3, del Decreto 2520 de 1993, "la parte de las utilidades de cada ejercicio que correspondan al mayor valor neto de los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco originado en las variaciones cambiarias ocurridas entre el dólar de los Estados Unidos y las demás monedas en que estén denominados, siempre que se hayan producido utilidades en el respectivo ejercicio, debe constituirse como reserva para fluctuación de monedas".

³⁰ La composición cambiaria de las reservas internacionales (tramo de inversión) está definida así: dólares estadounidenses 85,0%, euros 12,0% y yenes 3,0%. Una desvalorización del dólar estadounidense frente al euro y al yen genera ingresos (por diferencial cambiario). Entre 2006 y 2007 el euro pasó de 1,3186 dólares/euro a 1,4621, y el yen de 119,1550 yenes/dólar a 111,7150, lo que resultó en apreciaciones de 10,9% y 6,2%, respectivamente.

Cuadro 36				
Estado resumido de pérdidas y ganancias del Banco de la República				
(miles de millones de pesos)				
	Dic. de 2006	Dic. de 2007	Variación anual	
	A	B	Porcentual: (B/A)	Absoluta: (B - A)
Ingresos	2.729,5	3.496,7	28,1	767,2
Monetarios	2.569,9	3.317,4	29,1	747,4
Corporativos	159,5	179,3	12,4	19,8
Egresos	1.105,6	1.511,7	36,7	406,1
Monetarios	605,7	1.051,1	73,5	445,3
Corporativos	312,4	309,7	(0,9)	(2,7)
Pensionados	187,5	150,9	(19,5)	(36,6)
Resultados del ejercicio	1.623,9	1.985,0	22,2	361,1
Fuente: Banco de la República.				

portafolio de inversión como consecuencia de reducciones en las tasas de interés de la Fed. Estos efectos se compensaron parcialmente por el comportamiento negativo del valor en pesos del rendimiento de las reservas internacionales netas.

Los menores ingresos generados por la valoración de los TES de expansión monetaria (\$105,2 mm), se explican por la venta neta de títulos por \$596 mm, y por el incremento de las tasas de negociación en la mayor parte del año, que redujo a precios de mercado el saldo de TES en poder del Banco de la República.

En relación con los egresos, los monetarios aumentaron en \$445,3 mm, frente al año anterior, principalmente por: i) el incremento en la remuneración de los depósitos del Gobierno nacional constituidos por medio de la Dirección del Tesoro Nacional (\$238,8 mm); ii) la activación de los depósitos remunerados y de la ventanilla de contracción a partir de abril de 2007, lo cual representó egresos por \$85,9 mm, y iii) las diferencias en cambio sobre las cuentas en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales, lo que generó egresos adicionales por \$107,2 mm, producto de la desvalorización de los aportes en organismos internacionales, debido a la apreciación del peso frente al dólar (que en 2007 fue de 10,0% frente a 2,0% de 2006).

Por su parte, los egresos corporativos del Emisor por \$309,7 mm presentaron una disminución anual de \$2,7 mm, equivalente a una variación de -6,2% en términos reales, reducción que obedece principalmente a los gastos generales, los impuestos, los seguros y las provisiones. Se destaca la variación en términos reales de los gastos de personal, 0,7%, debido a que la planta continuó disminuyendo. Los gastos generales decrecieron 4,3% en términos reales, producto de la continuidad del programa de racionalización del gasto que se inició en años anteriores.

Cuadro 37

**Pérdidas y ganancias del Banco de la República,
diciembre de 2006 a diciembre de 2007**

(miles de millones de pesos)

	Dic. 06 A	Dic. 07 B	Variaciones anuales:	
			Porcentual (B/A)	Absoluta (B - A)
1. Ingresos de P y G	2.729,5	3.496,7	28,1	767,2
1.1 Ingresos monetarios	2.569,9	3.317,4	29,1	747,4
1.1.1 Intereses y rendimientos	2.419,2	3.153,7	30,4	734,4
Reservas internacionales	1.922,1	2.746,4	42,9	824,3
Operaciones de liquidez - repos y apoyos transitorios	304,1	305,4	0,4	1,3
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	172,4	67,2	(61,0)	(105,2)
Otros ^{a/}	20,7	34,7	67,7	14,0
1.1.2 Diferencias en cambio	25,9	60,3	133,0	34,4
1.1.3 Moneda metálica	76,2	84,6	11,0	8,4
1.1.4 Otros ^{b/}	48,6	18,8	(61,3)	(29,8)
1.2 Ingresos corporativos	159,5	179,3	12,4	19,8
2. Egresos de P y G	1.105,6	1.511,7	36,7	406,1
2.1 Egresos monetarios	605,7	1.051,1	73,5	445,3
2.1.1 Intereses y rendimientos	430,1	758,9	76,4	328,8
Encaje en cuentas de depósito	117,0	120,4	2,9	3,4
Cuentas de depósito, Dirección del Tesoro Nacional	295,9	534,7	80,7	238,8
Gastos en operaciones de contracción monetaria	0,0	85,9	n.a.	85,9
Gastos en administración de reservas internacionales	17,2	17,9	3,9	0,7
2.1.2 Diferencias en cambio	37,0	144,2	289,9	107,2
2.1.3 Costo de emisión y distribución de especies monetarias	128,4	136,9	6,6	8,5
2.1.4 Otros ^{c/}	10,2	11,0	7,6	0,8
2.2. Egresos corporativos	312,4	309,7	(0,9)	(2,7)
2.2.1 Gastos de personal	184,7	196,7	6,5	12,0
2.2.2 Gastos generales	44,2	44,7	1,2	0,5
2.2.3 Impuestos	8,1	7,2	(11,3)	(0,9)
2.2.4 Seguros	7,3	6,4	(12,5)	(0,9)
2.2.5 Contribuciones y afiliaciones	5,3	6,1	15,4	0,8
2.2.6 Gastos culturales	8,2	8,4	2,3	0,2
2.2.7 Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros ^{d/}	54,5	40,2	(26,3)	(14,3)
2.3 Gastos de pensionados^{e/}	187,5	150,9	(19,5)	(36,6)
3. Resultado operacional (1 - 2)	1.623,9	1.985,0	22,2	361,1

a/ Líneas de crédito externas y Gobierno nacional, y valoración de oro no monetario, rendimiento de otras operaciones, TES Ley 546 y valoración de otros títulos.

b/ Otros ingresos monetarios, operacionales y no operacionales.

c/ Administración de cartera, refinación de metales preciosos y otros egresos monetarios.

d/ Incluye otros egresos corporativos, operacionales y no operacionales.

e/ Rendimiento de recursos menos gastos.

Fuente: Banco de la República.

El gasto neto de pensionados a diciembre de 2007 ascendió a \$150,9 mm, inferior en 23,8% en términos reales frente a 2006, lo cual se explica principalmente por las menores provisiones actuariales de acuerdo con la reglamentación vigente.

B. Estructura financiera del Banco de la República

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República al 31 de diciembre de 2007, frente a los saldos registrados en la misma fecha de 2006 (Cuadro 38).

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$54.749 mm al 31 de diciembre de 2007. Esta cifra supera en \$5.183 mm (10,5%) el saldo observado un año atrás, cuando los activos ascendieron a \$49.566 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales*: al cierre de diciembre de 2007 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$42.219 mm (US\$20.955 m). Durante 2007 se presentó un aumento de las reservas en pesos de \$7.652 mm (22,1%). La variación se explica principalmente por: i) compra neta de divisas por \$10.326 mm; ii) el ajuste de cambio, resultado de la apreciación del peso con respecto al dólar, lo que redujo el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas en \$4.225 mm; iii) el giro del Banco de la República al Gobierno por el traslado de utilidades en dólares por valor de \$1.186 mm; iv) el rendimiento por tasas y valoración, lo que produjo un aumento de las reservas por \$1.997 mm, y v) el diferencial cambiario por la variación de la tasa de cambio de las monedas de reserva con respecto al dólar (\$531 mm).
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria*: presentaron un saldo de \$5.403 mm al finalizar diciembre de 2007, lo que significó una disminución en este rubro de \$1.233 mm (18,6%) con respecto al cierre de 2006.
- *Portafolio de inversiones en moneda nacional (valorado a precios de mercado)*: ascendió a \$1.364 mm en diciembre de 2007, inferior en \$1.109 mm con respecto al cierre de 2006. Esta caída se debió, principalmente, a: i) ventas netas de TES por valor de \$599 mm; ii) vencimientos de principal y cupones por \$398 mm y \$175 mm, respectivamente; y iii) desvalorización del portafolio por el aumento de las tasas de negociación de los TES durante 2007 por \$105 mm.

2. Pasivo

Al cierre de 2007 el saldo de los pasivos fue de \$41.532 mm, superior en \$8.612 mm (26,2%) al registrado al finalizar 2006. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

Cuadro 38
Balance del Banco de la República, diciembre de 2006 a diciembre de 2007
(miles de millones de pesos)

	Diciembre de 2006		Diciembre de 2007		Variación	
	Saldos	Porcentaje ^{a/}	Saldos	Porcentaje ^{a/}	Absoluta	Porcentual
Activos	49.566	100,0	54.749	100,0	5.183	10,5
Reservas internacionales brutas	34.568	69,7	42.219	77,1	7.652	22,1
Aportes en organismos internacionales	2.802	5,7	2.571	4,7	(231)	(8,3)
Inversiones	2.473	5,0	1.364	2,5	(1.109)	(44,8)
Sector público, deuda consolidada	0	0,0	0	0,0	0	
Sector público, regulación monetaria	2.405	4,9	1.306	2,4	(1.099)	(45,7)
Bonos de capitalización de la banca pública y otros	68	0,1	58	0,1	(10)	(15,1)
Cartera de créditos	1	0,0	0	0,0	0	(45,2)
Sector público, Gobierno nacional	2	0,0	1	0,0	0	(17,6)
Provisión	(1)	0,0	(1)	0,0	0	0,9
Pactos de reventa - apoyos transitorios de liquidez	6.636	13,4	5.403	9,9	(1.233)	(18,6)
Cuentas por cobrar	41	0,1	41	0,1	0	0,4
Otros activos netos	3.046	6,1	3.150	5,8	105	3,4
Pasivo y patrimonio	49.566	100,0	54.749	100,0	5.183	10,5
Pasivo	32.920	66,4	41.532	75,9	8.612	26,2
Pasivos m/e que afectan reservas internacionales	11	0,0	13	0,0	2	16,3
Base monetaria	27.032	54,5	32.415	59,2	5.383	19,9
Billetes en circulación	23.925	48,3	26.842	49,0	2.917	12,2
Moneda de tesorería	538	1,1	620	1,1	82	15,2
Depósitos para encaje de bancos	2.381	4,8	4.609	8,4	2.228	93,6
Depósitos en cuenta corriente resto del sector financiero	188	0,4	344	0,6	156	82,7
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje			259	0,5	259	
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior			1.060	1,9	1.060	
Otros depósitos	111	0,2	81	0,1	(30)	(27,1)
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional	2.548	5,1	4.661	8,5	2.113	82,9
Obligaciones con organismos internacionales	2.243	4,5	2.052	3,7	(192)	(8,6)
Cuentas por pagar	60	0,1	59	0,1	(1)	(2,4)
Otros pasivos	914	1,8	933	1,7	19	2,1
Patrimonio total	16.647	33,6	13.217	24,1	(3.429)	(20,6)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	1.398	2,8	1.832	3,3	434	31,0
Superávit patrimonial	12.567	25,4	8.346	15,2	(4.221)	(33,6)
Liquidación CEC	453	0,9	453	0,8	0	0,0
Ajuste cambiario desde 1993 en adelante y superávit	12.023	24,3	7.798	14,2	(4.225)	(35,1)
Otros	91	0,2	95	0,2	4	4,1
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	1.045	2,1	1.042	1,9	(3)	(0,3)
Resultados	1.624	3,3	1.985	3,6	361	22,2
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.624	3,3	1.985	3,6	361	22,2

a/ participación porcentual.

Fuente: Banco de la República.

- *Depósitos del Gobierno nacional*, constituidos por la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República, los cuales tuvieron un saldo de \$4.661 mm al cierre de 2007. Este monto es superior en \$2.113 mm (82,9%) al registrado un año atrás.
- *Base monetaria*: al finalizar 2007 tuvo un saldo de \$32.415 mm, superior en \$5.383 mm (19,9%) al reportado al cierre de 2006.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$13.217 mm, disminuyendo en \$3.429 mm con respecto a diciembre de 2006, como resultado, básicamente, de la disminución del ajuste de cambio por \$4.225 mm (35,1%), debido a la apreciación del peso frente al dólar, lo cual produjo una disminución en el saldo en pesos de las reservas internacionales.

C. Proyección de utilidades para 2008

En 2008 se proyectan utilidades por \$883,5 mm, inferiores en \$1.101,5 mm frente a las de 2007, como resultado de menores ingresos por rendimiento de reservas internacionales netas (\$1.046,5 mm), mayores egresos por los intereses pagados sobre el encaje y por la remuneración a las cuentas de depósito del Gobierno Nacional (\$119,8 mm). Otros conceptos que influyen sobre las utilidades son: i) el mayor costo en la emisión y distribución de especies monetarias, ii) los menores gastos en operaciones de contracción monetaria, y iii) no se contemplan comisiones por venta de opciones de compra y venta de divisas (*put* y *call*) para control de volatilidad del tipo de cambio, como tampoco por la redención anticipada de depósitos de endeudamiento externo (Cuadro 39).

Para 2008 se calcula una rentabilidad del 4,1% sobre las reservas internacionales netas, inferior en 260 pb a la registrada en 2007, lo cual se fundamenta en la disminución en el precio de los activos de las reservas internacionales y en una menor causación de cupones, lo que generará menores utilidades a las obtenidas en 2007. Esta proyección no contempla la obtención de ganancias extraordinarias como las de 2007 por valorización de inversiones o movimientos cambiarios. Debe recordarse que las ganancias por movimientos cambiarios deben llevarse a una reserva especial y sólo se pueden utilizar cuando hay pérdidas, de forma que no se afecten las utilidades que se distribuyen al Gobierno.

Es importante aclarar que esta proyección supone que no hay variación en las tasas de cambio de la canasta de monedas del portafolio de reservas; por tanto, los ingresos esperados están sujetos al comportamiento del dólar frente al euro y al yen.

Cuadro 39

Estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2007-2008

(miles de millones de pesos)

	Diciembre 2007 (A)	Proyectado 2008 (B)	Variación	
			Porcentual (B/A)	Absoluta (B - A)
I. Ingresos totales	3.496,7	2.390,4	(31,6)	(1.106,2)
1. Ingresos operacionales	3.437,3	2.352,0	(31,6)	(1.085,2)
Intereses y rendimientos	3.153,7	2.116,9	(32,9)	(1.036,8)
Reservas internacionales	2.746,4	1.699,9	(38,1)	(1.046,5)
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	67,2	139,1	107,0	71,9
Operaciones de liquidez - repos y apoyos transitorios	305,4	273,0	(10,6)	(32,4)
Otros ^{a/}	34,7	4,9	(85,9)	(29,8)
Comisiones	119,9	99,6	(16,9)	(20,3)
Diferencias en cambio	60,3	21,6	(64,2)	(38,7)
Otros ^{b/}	103,4	114,0	10,3	10,6
2. Ingresos no operacionales	59,4	38,4	(35,4)	(21,0)
II. Egresos totales	1.511,7	1.506,9	(0,3)	(4,7)
1. Egresos operacionales	1.511,7	1.506,9	(0,3)	(4,7)
Intereses y rendimientos	758,9	812,0	7,0	53,1
Encaje y cuentas de depósito DTN	655,1	774,9	18,3	119,8
Gastos en operaciones de contracción monetaria	85,9	12,2	(85,8)	(73,7)
Gastos en administración de reservas internacionales	17,9	24,9	39,1	7,0
Diferencias en cambio	144,2	33,9	(76,5)	(110,4)
Costo de emisión y distribución de especies monetarias	136,9	161,4	17,9	24,5
Gastos de personal	196,7	210,1	6,8	13,4
Gastos de pensionados	150,9	144,5	(4,2)	(6,4)
Gastos generales	44,7	47,8	6,9	3,1
Otros ^{c/}	79,3	97,3	22,7	18,0
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio	1.985,0	883,5	(55,5)	(1.101,5)

a/ Líneas de crédito externas, Gobierno nacional, valorización de oro no monetario, rendimiento de otras operaciones, TES Ley 546 y valorización de otros títulos.

b/ Moneda metálica, otros ingresos operacionales, monetarios y corporativos.

c/ Impuestos, seguros, contribuciones y afiliaciones, gastos culturales, depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros egresos operacionales monetarios y corporativos.

Fuente: Banco de la República.

Los menores ingresos por comisiones de negocios fiduciarios se originan en el menor volumen de operaciones en el SEN, disminución del portafolio del FAEP y el menor volumen de los títulos administrados en el Depósito Central de Valores (DCV). Adicionalmente, no se proyecta reintegro de provisiones de gastos de años anteriores.

La disminución esperada en el gasto neto de pensiones (\$6,4 mm) es el resultado de mayores rendimientos generados por el portafolio constituido con recursos del pasivo pensional (\$23,0 mm)³¹. La provisión esperada del pasivo pensional será igual a la de 2007 (\$53,2 mm).

³¹ El 79,6% del portafolio, aproximadamente, se concentra en títulos de deuda pública.