

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

INTRODUCCIÓN

El crecimiento de 6,8% de la economía colombiana en 2006 superó todas las proyecciones, incluyendo las del Banco de la República. Este crecimiento representa una aceleración de la actividad económica frente a los años 2004 (4,9%) y 2005 (4,7%), con lo cual se consolida una saludable dinámica económica que sitúa a Colombia dentro de los países de más alto crecimiento en América Latina.

Es importante subrayar que las características del crecimiento alcanzado en 2006 permiten ser optimistas acerca de su continuidad en los próximos años. En particular, la expansión económica obedeció al incremento de la formación bruta de capital, especialmente en maquinaria, equipo y construcciones, lo cual contribuye al aumento de la capacidad productiva y de la productividad.

Los resultados de 2006 son contundentes en señalar que la dinámica económica se ha extendido a numerosos sectores de bienes y servicios, tales como la industria, la construcción, el comercio y el transporte. Cabe también destacar el desempeño del sector agrícola, que en el último trimestre del año alcanzó un crecimiento de 4% explicado principalmente por la buena cosecha cafetera. De otra parte, en 2006 se afianzó la recuperación en el consumo de los hogares, el cual se vio duramente golpeado durante la crisis de los años noventa. Ello introduce un importante factor de dinamismo económico que será fundamental como motor de crecimiento hacia el futuro.

La consolidación del crecimiento económico en 2006 se logró en un contexto de reducción de la inflación. Así, la inflación al consumidor en 2006 fue de 4,5%, justo el punto medio del rango meta e inferior al nivel observado en 2005 (4,9%). Con el resultado de la inflación de 2006 se completan tres años consecutivos de cumplimiento riguroso de las metas fijadas por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), lo cual ha aumentado la credibilidad de la política monetaria, contribuyendo así a alinear las expectativas de inflación con las metas anunciadas. Este es un avance significativo, pues reduce la inercia inflacionaria, característica común en el pasado, que dificultaba la reducción de la inflación.

Las cifras de la Encuesta de hogares, del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), muestran un aumento en el desempleo, lo que resulta paradójico en una economía que crece saludablemente. Varios factores pueden contribuir a explicar este comportamiento, como se analiza en este informe, en donde uno de ellos puede ser la dificultad de comparar las cifras debido a los cambios que fueron introducidos en las encuestas a partir del segundo semestre del año pasado. No obstante, otras fuentes de información, como las encuestas directas a los empresarios señalan que puede haberse generado aumentos importantes del empleo en sectores específicos como el comercio y la industria. Igualmente, los incrementos en el número de afiliaciones al sistema de seguridad social parecen reflejar un efecto positivo del crecimiento económico sobre el empleo.

El ambiente económico favorable de rápido crecimiento y reducción de la inflación ha estado acompañado por una progresiva apreciación del peso, fenómeno que despierta razonable preocupación de los sectores exportadores y de aquellos que compiten con importaciones. Ante todo, debe comprenderse que la apreciación del peso se origina en buena medida en la propia fortaleza de la economía colombiana, que aumenta la confianza de los empresarios extranjeros y nacionales, quienes buscan invertir sumas considerables en el país, o repatriar recursos ahorrados en el exterior. Igualmente, debe advertirse que la apreciación de las monedas frente al dólar es un fenómeno que afecta a la mayoría de las economías y está asociada a los desequilibrios de la economía de los Estados Unidos y a la excesiva liquidez en sus mercados. A los factores anteriores se ha sumado, en los primeros meses de 2007, una entrada de montos importantes de capital asociados con negocios de venta de activos públicos o privados.

En estas circunstancias, la política de intervención en el mercado cambiario está orientada a moderar apreciaciones o depreciaciones abruptas y transitorias, sin pretender modificar tendencias explicadas por los determinantes fundamentales de la economía. Al mismo tiempo, la intervención en el mercado cambiario se hace dentro de los límites que determina el esquema de inflación objetivo, sin poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación. De hecho, como lo demuestran los resultados de la inflación entre 2004 y 2006, al respetar los límites señalados la intervención en el mercado cambiario no ha sido obstáculo para el logro de las metas de inflación.

El buen momento por el que atraviesa la economía colombiana se ve también reflejado en el fortalecimiento de diversos indicadores económicos. Por ejemplo, como se discute en este informe, se han producido mejoras considerables en los indicadores de vulnerabilidad externa, representadas en reservas internacionales netas que superan actualmente los US\$17 mil millones (mm). Un nivel de reservas de esta magnitud constituye un seguro

de gran importancia que protege a la economía de las graves consecuencias que podrían producirse ante un choque externo negativo.

Algo similar puede decirse de los indicadores de riesgo y desempeño del sistema financiero. Los índices de rentabilidad se encuentran en niveles históricamente altos y la solidez patrimonial del sistema supera ampliamente el mínimo requerido. El vigoroso crecimiento del crédito observado en 2006 se ha dado en un contexto de buenos indicadores de calidad de cartera y altos niveles de cubrimiento.

Ante este contexto económico favorable no se deben ignorar los riesgos que existen para la estabilidad económica y la sostenibilidad del crecimiento. El más evidente consiste en que el dinamismo de la demanda desborde la capacidad productiva, generando presiones inflacionarias que menoscaben la confianza y terminen por afectar el crecimiento. En previsión de este riesgo y con base en análisis técnicos rigurosos, la JDBR ha venido incrementando de manera gradual, desde abril de 2006, la tasa de interés de intervención en el mercado monetario, política que ha tenido el propósito de eliminar progresivamente el estímulo monetario que se venía suministrando a la economía, y que ahora es innecesario.

Otro riesgo está en que el rápido crecimiento de la demanda agregada se refleje en un incremento insostenible del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. A la prevención de ésta situación también contribuye el incremento gradual de tasas de interés, al moderar la demanda agregada y con ello el exceso de gasto sobre el ingreso de la economía, que por identidad macroeconómica es el mismo déficit de cuenta corriente.

Las expansiones aceleradas de la cartera crediticia pueden redundar en un deterioro de la calidad de la misma si en el momento de la bonanza económica se relajan los criterios de asignación de crédito y de asunción de riesgos. El incremento progresivo de las tasas de interés de intervención monetaria contribuye a moderar el crecimiento de la cartera, y con ello a reducir los riesgos para el sistema financiero; sin embargo, en este frente también es importante avanzar en el establecimiento de reglas prudenciales que tengan carácter anticíclico, en la dirección que ha venido trabajando la Superintendencia Financiera.

La política monetaria es un instrumento para prevenir los riesgos señalados y contribuir a preservar el crecimiento en un ambiente de estabilidad económica. No obstante, no debe sobrestimarse su capacidad. Por esta razón, es indispensable una política fiscal austera que acompañe de forma coherente la política monetaria que se ha venido adelantando y que contribuya a alcanzar el objetivo de estabilidad económica y crecimiento sostenido. En este sentido, el control al crecimiento del gasto público contribuye a

evitar excesos de demanda agregada en la economía, que vengan acompañados de presiones inflacionarias, apreciaciones de la moneda y déficit de la cuenta corriente.

El presente *Informe* está organizado de la siguiente manera: en el capítulo I se presentan los resultados de la inflación en 2006 y sus perspectivas para 2007; en el capítulo II se hace un balance de los resultados de la actividad económica en 2006 y las proyecciones para 2007; en el capítulo III se examinan las tendencias recientes del mercado laboral y las razones que pueden estar impidiendo una caída en la tasa de desempleo. Posteriormente, en el capítulo IV se describe la política monetaria y la estrategia de intervención cambiaria, mientras que en el capítulo V se analiza la evolución de los mercados financieros, de las tasas de interés y de los agregados monetarios, y se evalúan los indicadores de calidad y riesgo de las entidades financieras; en los capítulos VI y VII se muestran el comportamiento de la balanza de pagos y la política fiscal, respectivamente; en el capítulo VIII se discute el nivel de reservas internacionales y los indicadores de vulnerabilidad externa. El informe concluye en el capítulo IX con la presentación de la situación financiera del Banco de la República.

Este Informe también incluye una serie de recuadros que tratan tópicos considerados importantes para el análisis de la situación económica actual, así: Recuadro 1: ¿La economía está recalentada?; Recuadro 2: El esquema de inflación objetivo a nivel mundial; Recuadro 3: Transmisión de las tasas de interés al resto de la economía; Recuadro 4: Provisiones anticíclicas; Recuadro 5: Inversión extranjera directa en 2006; Recuadro 6: Política fiscal y ciclo económico, y, Recuadro 7: La deuda pública y la estabilidad macroeconómica.

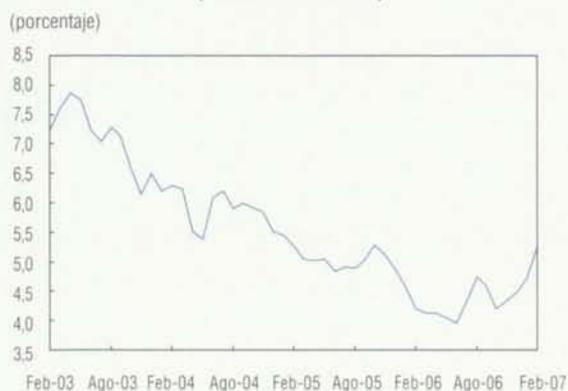
I. INFLACIÓN DURANTE 2006 Y PERSPECTIVAS

A. Inflación durante 2006

La inflación al consumidor terminó el año en 4,5%, en el punto medio del rango meta definido por la Junta Directiva y por debajo del nivel que había alcanzado en diciembre de 2005 (4,9%); así, se completaron tres años consecutivos de cumplimiento de las metas de inflación establecidas por el Banco (Gráfico 1).

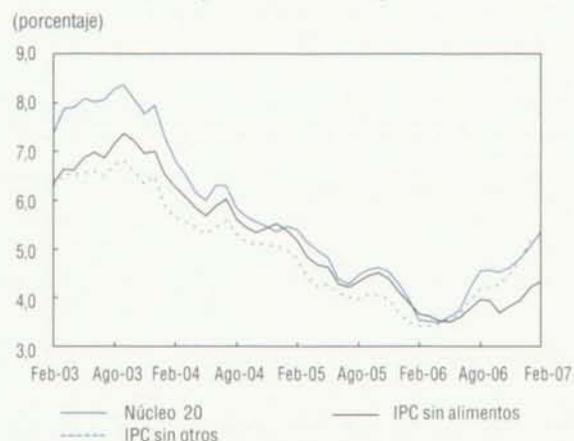
En 2006 la inflación al consumidor presentó dos tendencias. Una reducción significativa durante el primer semestre, que la llevó de 4,9% en diciembre de 2005 a niveles mínimos históricos en junio (3,9%); y un aumento, con algunas interrupciones, durante el segundo semestre. Un comportamiento

Gráfico 1
Inflación total al consumidor
(variación anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica
(variación anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

similar se observó en la inflación básica o subyacente. El promedio de los tres indicadores de inflación básica más utilizados (IPC sin alimentos, IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos, y el núcleo 20) se redujo hasta abril, pero aumentó a partir de mayo, finalizando el año en 4,5% (Gráfico 2).

La disminución inicial y el posterior aumento de la inflación al consumidor en 2006 estuvieron estrechamente relacionados con el comportamiento de los precios de los alimentos y de los regulados, pues las inflaciones anuales de ambas canastas disminuyeron durante el primer semestre y aumentaron durante el segundo. En el caso de alimentos, la inflación pasó de 6,6% en diciembre de 2005 a 4,7% en junio y a 5,8% en diciembre (Gráfico 3). Por su parte, la inflación de regulados se redujo de 6,6% en diciembre de 2005 a 3,8% en junio de 2006, pero aumentó a 6,0% en diciembre.

Durante el año pasado la inflación de los transables sin alimentos ni regulados se mantuvo alrededor del 2%, pese al aumento transitorio del tipo de cambio en el segundo trimestre. Los efectos de estos aumentos del tipo de cambio sólo se sintieron levemente sobre estos precios, y en el cuarto trimestre habían desaparecido (Gráfico 4). De otro lado, la inflación de bienes y servicios no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo alrededor de 4,5% a lo largo del año, excepto durante una pequeña caída en el tercer trimestre, que se revirtió a partir de octubre (Gráfico 4). La estabilidad de la inflación de esta canasta, a pesar de la aceleración de la demanda agregada,

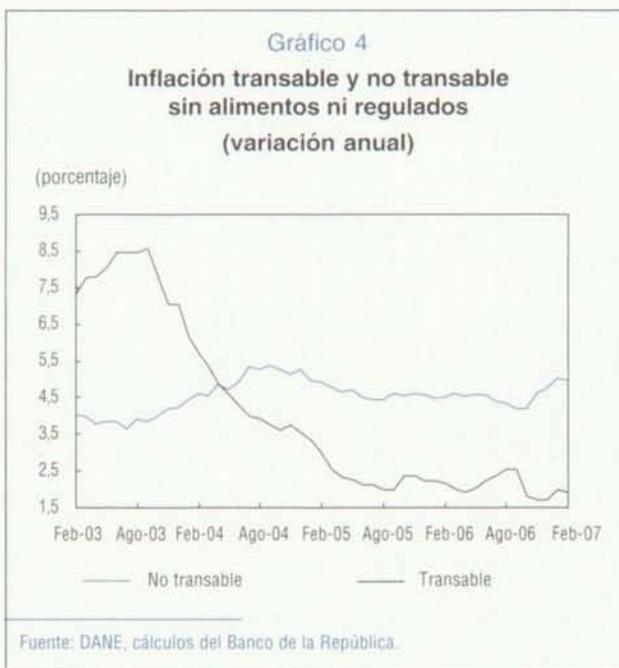
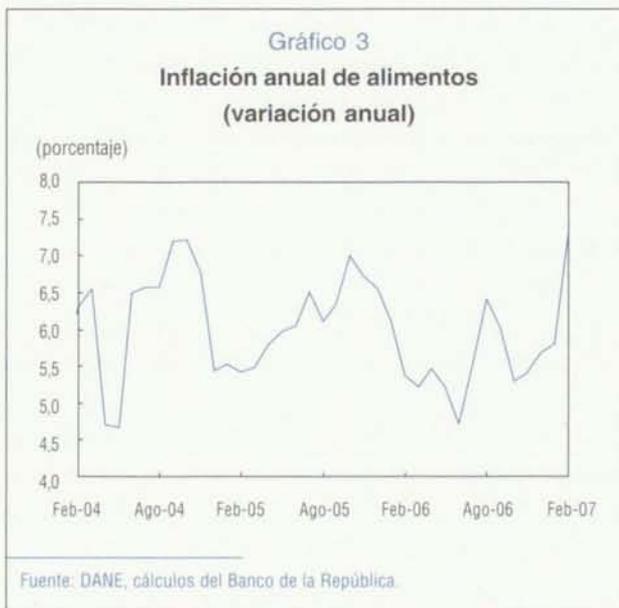
puede estar relacionada con la evolución de las expectativas de inflación, las cuales disminuyeron a comienzos del año y se mantuvieron alineadas con la meta, pese al incremento de la inflación observado en el segundo semestre.

En 2006 una de las principales fuentes de aumento en los precios provino de las cotizaciones externas del petróleo. Los mayores precios del petróleo se transmitieron a los precios al consumidor a través de varios canales. Uno de ellos fue el precio interno de la gasolina, el cual se incrementó cerca de 10% en el año, induciendo aumentos en los precios del transporte público por encima de la inflación promedio. Otro canal ha sido el de los precios de los alimentos. Los altos precios del petróleo han estimulado la sustitución de éste por biocombustibles, lo que ha elevado los precios externos e internos de numerosos bienes agrícolas como maíz, otros cereales y caña de azúcar, entre otros, repercutiendo en aumentos en los precios de los alimentos.

Como resultado de ello la inflación anual de alimentos se mantuvo siempre por encima del 4,5% y cerró el año con tendencia creciente (Gráfico 3).

B. Perspectivas para 2007

La tendencia ascendente de la inflación al consumidor que se observó desde el cuarto trimestre de 2006 se ha hecho más marcada a comienzos de 2007;



así, la inflación total en febrero fue de 5,25%, y el promedio de los tres indicadores de inflación básica se situó en 5,0%. Estos incrementos fueron parcialmente anticipados por el Banco, en particular los relacionados con los precios de los alimentos y de los bienes y servicios regulados; sin embargo, la inflación de no transables sin alimentos ni regulados se ha acelerado más de lo esperado y a febrero se situó en 5%, frente a 4,8% en diciembre y 4,2% en septiembre de 2006.

Los pronósticos de inflación muestran que para 2007 se presentarían presiones inflacionarias en tres de los cuatro grupos de la canasta del índice de precios al consumidor (IPC): alimentos, regulados, y no transables sin alimentos ni regulados. Para alimentos es probable que los aumentos recientes de precios sean en parte transitorios, como consecuencia del fenómeno de El Niño y que se devuelvan durante la segunda mitad del año. En el caso de regulados, se esperan ajustes de una sola vez en precios de varios servicios que venían represados desde 2006, alzas que se concentrarían en el primer semestre. Tanto en alimentos como en regulados los efectos alcistas sobre la inflación anual se presentarían en la primera mitad del año, esperándose su reducción paulatina durante la segunda mitad.

Las presiones alcistas tenderían a mantenerse un poco más en el caso de la canasta de no transables (sin alimentos ni regulados), y estarían relacionadas con el fuerte crecimiento que ha registrado la demanda agregada en la segunda mitad de 2006 y que se espera se mantenga a comienzos de 2007. Como se sabe, en 2006 el crecimiento superó ampliamente el promedio histórico del país, y a pesar de la fuerte inversión realizada en ese año y en años anteriores, y de las ganancias en productividad, ello redujo los excesos de capacidad productiva que acumuló la economía en el pasado.

De todos los factores alcistas previstos este es el que ofrece los mayores retos para la política monetaria. Con el propósito de frenar estas presiones sobre los precios, la JDBR ha venido ajustando gradualmente la postura de política monetaria al aumentar las tasas de interés de intervención desde finales de abril del año pasado (a febrero ya se había acumulado un aumento de 200 puntos básicos, pb). Uno de los principales propósitos de estos aumentos es el de evitar un incremento de las expectativas de inflación a niveles incompatibles con la meta de 2007, con el objetivo de lograr una inflación a largo plazo de alrededor de 3%.

En relación con los pronósticos, el Banco prevé que la inflación total se situará por encima del rango meta de 2007 (3,5% a 4,5%) durante el primer semestre del año, pero para la segunda mitad espera que se ubique dentro de ese rango.

Con respecto a la inflación de alimentos, los aumentos transitorios estarían concentrados en los de origen perecedero, principalmente, y serían el resultado de la escasez de lluvias y de las heladas asociadas con el fenómeno de El Niño. De acuerdo con las agencias de meteorología, un fenómeno de El Niño de naturaleza moderada se hizo presente desde finales de 2006 hasta marzo de 2007. En el pasado, bajo estas circunstancias se han presentado aumentos transitorios en la inflación de alimentos perecederos de diversa magnitud; por ejemplo, a febrero ya se observaban algunas alzas importantes y es probable que estas continúen durante el segundo trimestre, después de lo cual se esperan disminuciones en los precios.

También es probable que se mantengan presiones al alza en los precios por cuenta de las altas cotizaciones externas de los alimentos y otras materias primas, así como de los precios internos de los combustibles. En el caso de los alimentos, en las últimas semanas de 2006 y a comienzos de 2007 el precio internacional de productos como el maíz alcanzaba niveles superiores a su promedio histórico y, dada la fuerte demanda mundial, es probable que esta tendencia continúe. Dicho fenómeno podría mantener las presiones sobre un buen segmento de la canasta de alimentos procesados en el país, incluso durante el segundo semestre.

Los modelos estadísticos del Banco estiman aumentos entre 100 pb y 300 pb para la inflación de alimentos hasta mediados de año, parte de los cuales deben ceder en el tercero y cuarto trimestres. Debe señalarse, sin embargo, que los pronósticos de los precios de los alimentos están acompañados de altos niveles de incertidumbre por la naturaleza volátil de las series y por la complejidad de los factores involucrados.

Respecto a los combustibles, aunque para 2007 se esperan precios externos un poco menores que el año anterior, aún persiste alguna brecha frente a los precios internos, lo que requeriría ajustes superiores a las metas de inflación. Esto aplicaría no solo para la gasolina y el gas sino también para los precios del transporte público; aun así, estas alzas deberían ser menores que las observadas el año anterior.

Finalmente, el Banco no espera presiones inflacionarias provenientes del tipo de cambio para 2007. Para este año se espera una relativa estabilidad en esta variable, lo que permitiría que la inflación de transables sin alimentos ni regulados se mantuviera en niveles bajos, muy probablemente cercanos al 2%. Gracias a ello, y teniendo en cuenta que los incrementos de las tasas de interés deberán moderar las presiones sobre los precios de los bienes no transables y mantener contenidas las expectativas de inflación, las probabilidades de cumplir la meta para 2007 se mantienen altas.

II. ACTIVIDAD ECONÓMICA EN 2006 Y PERSPECTIVAS

El crecimiento económico de 2006 superó todas las proyecciones, incluyendo las del Banco de la República, pues se ubicó en 6,8%. En el Cuadro 1 se presentan las estimaciones más recientes del crecimiento del PIB por el lado de la demanda, elaboradas por el Banco¹.

Este crecimiento implica una aceleración frente a los dos años anteriores (4,9% en 2004 y 4,7% en 2005), y se evidenció después de la publicación del dato para el segundo trimestre de 2006, cuando, incluso con algunos choques de oferta adversos, la economía alcanzó un crecimiento de 6,0%. La información disponible para el último trimestre de 2006 y lo que va de 2007 permite suponer que la fortaleza de la demanda interna continúa consolidándose como el principal motor del crecimiento de la economía colombiana. El dinamismo del consumo de los hogares, impulsado por el crecimiento del ingreso, por las amplias condiciones de crédito y liquidez, y por el ambiente de confianza, permite asignarle una alta probabilidad a que la aceleración del crecimiento se mantenga durante los próximos meses.

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

	2004	2005 ^{a/}	2006 ^{b/}
Consumo final	4,8	4,8	5,0
Hogares	6,0	4,7	6,0
Gobierno	1,1	-4,8	1,9
Formación bruta de capital	15,6	25,7	28,0
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,0	18,8	19,3
FBCF sin obras civiles	22,0	16,7	19,5
Obras civiles	(7,9)	28,2	18,3
Variación de existencias	28,0	158,3	105,1
Demanda interna	6,6	8,5	9,9
Exportaciones totales	10,0	5,6	8,0
Importaciones totales	19,8	21,7	21,1
PIB	4,9	5,3	6,8

a/ Preliminar.
b/ Proyección.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

¹ Al momento de publicar este informe, el DANE divulgó la cifra de crecimiento económico para 2006 (6,8%), y anunció la corrección del crecimiento de la economía en 2005, de 5,3% a 4,7%. Sin embargo, a la fecha de elaboración de esta publicación no se contaba con la información necesaria para modificar los cuadros 1 y 2, por lo que éstos incluyen las cifras anteriores del DANE para 2005 y las estimaciones realizadas por el Banco de la República para 2006.

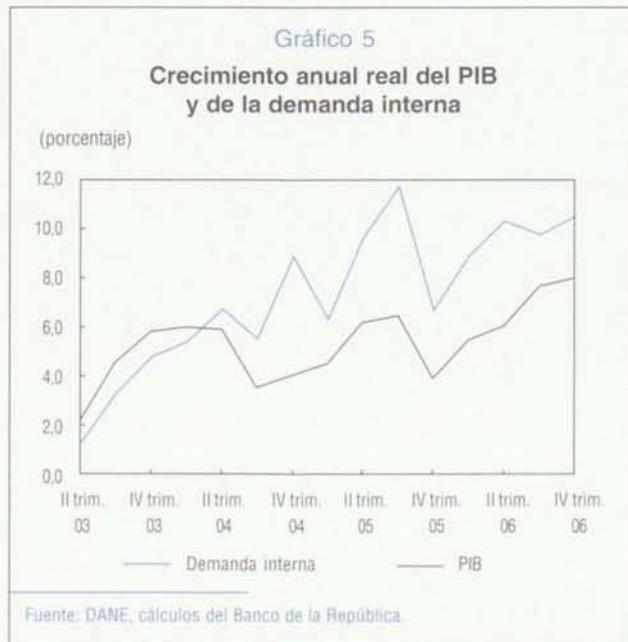
A. Demanda interna en 2006

La demanda interna alcanzó en 2006 un crecimiento real cercano al 10% (8% si se excluye la variación de existencias), completando de esta forma once trimestres con crecimientos superiores a los del producto interno bruto (PIB) (Gráfico 5).

Los rubros más dinámicos que impulsaron la demanda interna fueron el consumo de los hogares y la inversión en maquinaria y equipos y en construcciones. El consumo de bienes no durables por parte de los hogares mostró un incremento importante, con lo cual logró superar el rezago que tenía en materia de crecimiento desde hace un año, frente al resto de rubros de consumo que ya habían empezado a crecer a tasas altas.

El consumo de los hogares fue duramente golpeado en la crisis de finales de los años noventa y, en términos per cápita, retrocedió a niveles cercanos a los de 1987 (Gráfico 6). Su recuperación comenzó en 2003 y para mediados de 2005 superó los niveles máximos alcanzados en la primera mitad de la década pasada.

El buen momento del consumo de los hogares lo confirma la información de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) y el DANE sobre importaciones de este tipo de bienes. La información oficial de comercio exterior



muestra un aumento en la participación de las importaciones de bienes de consumo en el total de las compras al exterior de 18% en 2005, a 21% en 2006.

Otros factores que confirman el crecimiento del consumo de los hogares son el fuerte crecimiento del crédito de consumo y los reportes sobre las ventas del comercio de Fenalco y de la Muestra mensual de comercio al por menor (MMCM) del DANE. En el mismo sentido, la confianza de los consumidores sigue en sus máximos históricos, al igual que los indicadores de expectativas de consumo y de condiciones económicas (de acuerdo con la Encuesta de consumo, de Fedesarrollo). Todo lo anterior permite esperar que el dinamismo del consumo se mantenga en los próximos trimestres (Gráfico 7).

La inversión en maquinaria y equipo continuó explicando buena parte del crecimiento de la demanda interna. En 2006 completó cuatro años con un crecimiento anual promedio de 22,5% en términos reales, lo cual ha contribuido a expandir el potencial de crecimiento de la economía en momentos en que se observa una tasa alta de utilización de la capacidad instalada de las empresas.

Otros rubros de la inversión que impulsaron el crecimiento de la demanda interna fueron los relacionados con la construcción. De un lado, la construcción de vivienda y edificaciones creció cerca del 20% en 2006, marcando el comienzo de un período de alta contribución al crecimiento por parte de este tipo de inversión.



A diferencia de la fase de expansión de mediados de los años noventa, donde buena parte de la inversión se enfocó en la construcción de vivienda y edificaciones, en los últimos años la inversión estuvo liderada, principalmente, por la formación bruta de capital fijo (FBCF) en maquinaria y equipos, la cual contribuye de una manera más directa a la expansión de la capacidad productiva y al incremento de la productividad.

Por otro lado, la construcción de obras de ingeniería civil

continuó contribuyendo al crecimiento de la demanda interna y del PIB en general. La realización de macroproyectos de pavimentación de carreteras, transporte masivo, exploración para la extracción minera, y la inversión asociada con las telecomunicaciones, hicieron posible que en 2006 la inversión en obras civiles creciera más del 15% en términos reales.

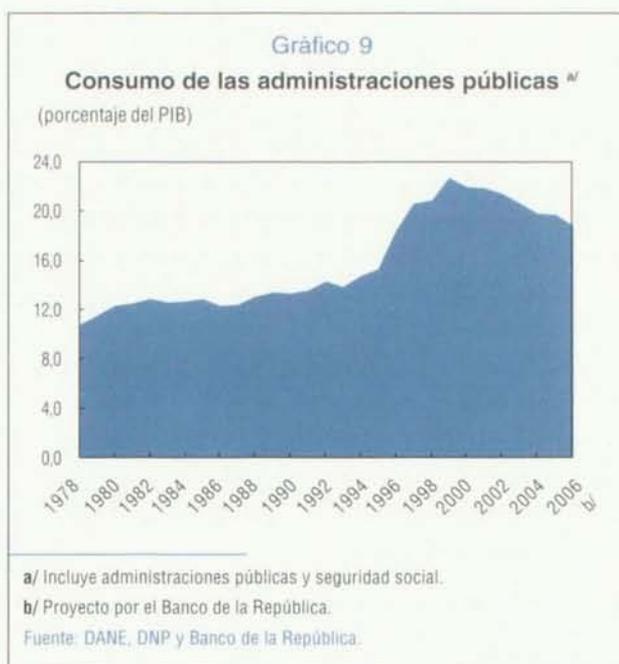
De confirmarse estos resultados se completarían cinco años con aumentos de la inversión total por encima del crecimiento del PIB (19,4% en promedio de crecimiento de la inversión frente a 4,6% del PIB), y en 2006 su nivel estaría alrededor del 26% del PIB (Gráfico 8).

El consumo del sector público mostró un crecimiento relativamente bajo a lo largo de 2006, el cual estaría alrededor de 2,5%. Esto parece consistente con las metas y resultados fiscales mostrados por el Gobierno. El crecimiento del consumo del Gobierno central y de los gobiernos locales se habría compensado con una fuerte caída en el consumo de la administración de la seguridad social por parte del sector público.

Gracias al crecimiento moderado del consumo público en 2006, su participación en el PIB continuó disminuyendo, sumando un año más a la tendencia que se observa desde 1999. Actualmente se ubicaría en niveles cercanos al 18%, comparables con los observados en 1996 (Gráfico 9).

B. Demanda externa

El cuarto trimestre fue positivo en materia de exportaciones.



Según los pronósticos, las exportaciones tradicionales a precios constantes habrían crecido cerca de 14%, impulsadas por las ventas de café y carbón, a pesar de la reducción real en las ventas externas de petróleo y derivados. Por su parte, las exportaciones de productos no tradicionales continúan impulsando el crecimiento económico, ya que se calcula que en pesos reales registraron una expansión real de 12%. De verificarse los pronósticos para el cuarto trimestre, durante todo 2006 las exportaciones totales habrían crecido cerca al 8% en pesos reales, un poco más que lo registrado en 2005 (5,6%).

Pese al buen desempeño de las exportaciones, la demanda externa neta real puede ser negativa debido al dinamismo de las importaciones, en especial las de bienes de consumo y de capital. Para el agregado de las importaciones se espera un crecimiento por encima del 20% real en el cuarto trimestre de 2006 y de 21% real para el año completo.

Cuando se analizan las cifras de comercio externo en dólares en 2006, el panorama es positivo. Las exportaciones totales crecieron 15,1%, las tradicionales mostraron una expansión de 13,9%, mientras que las ventas de productos no tradicionales lo hicieron en 19,3%. Las exportaciones tradicionales más dinámicas fueron las de ferroníquel y carbón (50% y 12%, respectivamente); por el contrario, las ventas externas de café se contrajeron 0,6% como resultado de la mala cosecha cafetera del período 2005/2006.

Las exportaciones no tradicionales mostraron en general un buen dinamismo, sobre todo las de los sectores industriales de metales comunes (42,6%), maquinaria y equipo (23,6%), minerales no metálicos (22,8%), productos plásticos y de caucho (21,6%) y madera y sus manufacturas (19,7%). Las exportaciones no tradicionales agropecuarias tuvieron un desempeño más moderado: por ejemplo, las ventas de banano y flores alcanzaron aumentos anuales de 3,4% y 6,7%, respectivamente.

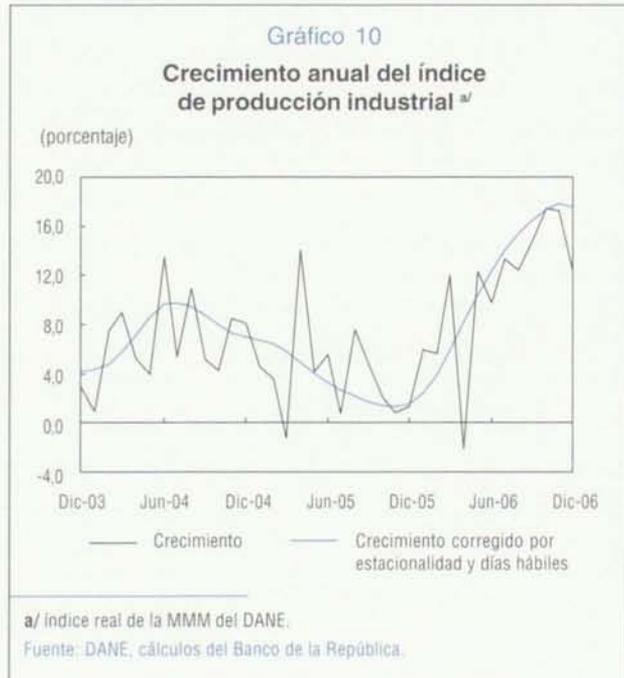
Los destinos de exportación más dinámicos para las ventas de productos no tradicionales (industriales en su mayoría) estuvieron encabezados por Venezuela (28,2% en el año). Las exportaciones a los Estados Unidos (5,0%) y a Ecuador (7,7%) mostraron menos dinamismo hacia finales de 2006, lo cual pudo estar relacionado con el bajo desempeño de la actividad económica en esos países y en parte con la tasa de cambio.

El análisis del bajo crecimiento de las ventas de productos no tradicionales a los Estados Unidos muestra que de los catorce grandes sectores que exportan a ese país, once redujeron sus ventas en mayor proporción. En ese grupo, aquellos con mayor pérdida de dinamismo fueron la industria química, la industria de metales comunes, cuero y sus manufacturas y confecciones (para profundizar sobre el comercio exterior de Colombia, véase el capítulo VI de este informe).

C. Crecimiento por el lado de la oferta

Por el lado de la oferta, en 2006 el crecimiento de la economía colombiana siguió impulsado por la buena situación de la producción industrial, la cual habría crecido, según la información de la muestra mensual manufacturera (MMM) del DANE, 11,1% real (Gráfico 10).

La información disponible para la industria muestra que sólo dos sectores de los 47 monitoreados tuvieron caídas en la producción real en 2006, a saber: actividades de servicios relacionadas con la impresión, materiales grabados y refinación de petróleo.



La construcción fue otra de las actividades que impulsó el crecimiento en 2006, gracias a la fuerte inversión realizada en el sector, cuya expansión cercana al 18% se explica tanto por construcción en edificaciones como por construcción de obras civiles. Este sector, además de generar empleo directo, impulsó el crecimiento de actividades relacionadas con la industria manufacturera, tales como producción de minerales no metálicos (crecimiento anual de 38%), industrias básicas de hierro y acero (20,8%), y de otros sectores relacionados con la habitación de las construcciones (aparatos de uso doméstico, maquinaria y aparatos eléctricos, fabricación de muebles, entre otros) (Cuadro 2).

Por su parte, se espera un crecimiento cercano al 3,0% para el sector agropecuario, con un aumento superior al 4,0% real en el cuarto trimestre, gracias al aumento en la cosecha de café. En general, los sectores transables podrían crecer 7,3% en 2006, con lo cual se consolidarían cuatro años con crecimientos por encima de 5,0%.

Los sectores no transables podrían crecer por encima del 6,5% en el agregado para 2006. De este grupo, los sectores más dinámicos podrían ser el comercio y la construcción de vivienda. Lo anterior lo confirman el crecimiento de la muestra mensual de comercio al por menor del DANE y las licencias de construcción (17% y 34%, respectivamente, en el bimestre octubre-diciembre).

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB sectorial
(porcentaje)

	2004	2005 ^{a/}	2006 ^{b/}
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,0	3,0	2,6
Explotación de minas y canteras	2,7	3,0	0,7
Electricidad, gas y agua	2,8	3,2	3,0
Industria manufacturera	7,2	3,9	10,9
Construcción	12,4	12,1	16,6
Edificaciones	29,4	3,6	15,4
Obras civiles	(10,0)	28,2	18,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	7,6	9,4	10,7
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	5,1	9,2
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	4,8	3,6	1,6
Servicios sociales, comunales y personales	1,4	4,0	1,9
Intermediación financiera medida indirectamente	10,3	8,4	(6,0)
Subtotal valor agregado	4,5	4,7	6,4
PIB	4,9	5,3	6,8
Impuestos, menos subsidios	10,6	12,8	12,5
Servicios financieros netos de Sifmi ^{c/}	3,1	2,0	4,6
Transables ^{d/}	5,0	4,1	7,3
No transables	4,8	6,0	6,6

a/ Preliminar.
b/ Proyección.
c/ Sifmi: servicios de intermediación financiera medidos indirectamente.
d/ Se suponen 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.

Las anteriores cifras sugieren que la apreciación real del peso no ha implicado una desaceleración de los sectores transables, los cuales han visto impulsado su dinamismo por el comportamiento de la demanda mundial y por el crecimiento de la inversión, principalmente (Gráfico 11).

D. Pronóstico de PIB para 2007

Los ejercicios de simulación del PIB para 2007 que se realizan con la ayuda de un modelo de equilibrio general multisectorial, y que dependen en gran medida de los escenarios de balanza de pagos, muestran que, para el presente año, el ritmo de crecimiento probablemente se mantendrá entre 4,5% y 6,5%, un poco inferior al de 2006.

En 2007 el contexto externo estará caracterizado por una relativa estabilidad con respecto al observado en 2006; por tanto, se espera que en los

Estados Unidos la Reserva Federal (Fed) mantenga sus tasas de interés inalteradas la mayor parte del año, así como aumentos moderados en la zona del euro y Japón. Dado lo anterior, no se prevén salidas importantes de capitales de los países emergentes, y tanto el sector privado como el público podrán acceder cómodamente al financiamiento externo.

El contexto externo seguirá contribuyendo al crecimiento con niveles todavía altos de demanda externa, aunque se espera una leve desaceleración de nuestros

principales socios comerciales con respecto al crecimiento en 2006. Los términos de intercambio permanecerían altos, cercanos a los niveles observados en los años anteriores (2005 y 2006). En particular, se espera una reducción moderada en los precios externos del carbón y el petróleo, y aumentos en los de café, ferroníquel y oro.

Las remesas de los trabajadores aumentarían en línea con el crecimiento de los países de origen (principalmente los Estados Unidos y España), mientras que la producción real de petróleo y derivados se reduciría ligeramente. La oferta exportable de café crecería levemente con respecto a 2006, al igual que la producción del resto de la minería, la cual estará liderada por la explotación de carbón.

En el plano interno se espera que, sumado al crecimiento del acervo de capital físico, la productividad total de los factores continúe creciendo alrededor de 1,0%, en un contexto de recuperación del empleo y de altos niveles de utilización de la capacidad instalada, tanto en sectores transables como no transables. La confianza de consumidores e inversionistas se mantendría, mientras que continúa el proceso de normalización de la política monetaria.

Dado lo anterior, los pronósticos de PIB muestran que, con una alta probabilidad, el crecimiento en 2007 estará entre 4,5% y 6,5% (Gráfico 12), lo cual implica una moderación frente al resultado esperado para 2006, que se vería reflejado en un crecimiento de la inversión menor y más orientado hacia la construcción de vivienda.

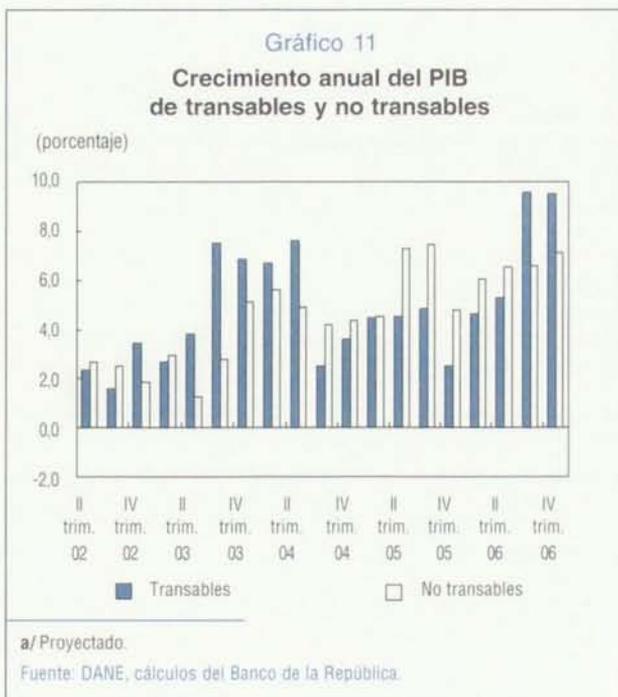
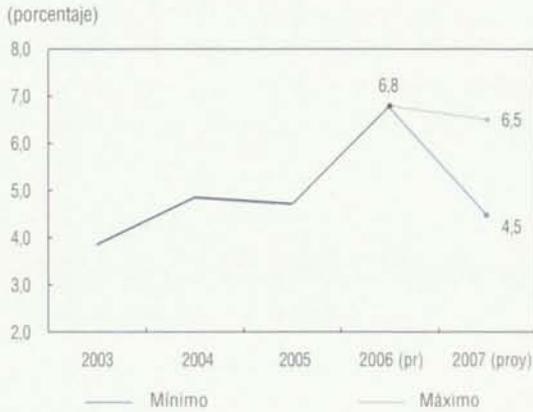


Gráfico 12

Crecimiento anual real del PIB



(pr) preliminar.

(proy) proyectado.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

De acuerdo con lo anterior, se vería una leve desaceleración de las importaciones (sobre todo las de bienes intermedios y de capital); por su parte, el crecimiento del consumo de los hogares estaría cercano al 6,5%, y el consumo público aumentaría 3,0%, mientras las exportaciones lo harían a una tasa entre 4,0% y 6,0% real.

En el plano sectorial, el punto medio del rango del pronóstico cuenta con un sector manufacturero que crecería cerca de 7,0% en términos anuales, mientras que la

construcción y el comercio lo harían al 9,0%. El crecimiento económico estaría balanceado entre los sectores transables y no transables (5,6% y 5,4%, respectivamente, para el punto medio del rango pronosticado).

RECUADRO 1

¿LA ECONOMÍA ESTÁ RECALENTADA?

En los últimos catorce trimestres la economía colombiana ha crecido 5,2% en promedio. En el mismo período la demanda interna lo hizo 7,1%, jalonada, principalmente, por un importante aumento en la inversión. La inflación pasó de 6,5% en 2003 a 4,5% en 2006, y el déficit en cuenta corriente aumentó de 0,4% a 2,3%.

Los análisis de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) del Banco de la República han enfatizado la progresiva disminución de los excesos de capacidad productiva en la economía colombiana; por tanto, cabe la pregunta de si la economía colombiana está actualmente «recalentada», o si a corto plazo se puede esperar que entre en una situación de recalentamiento, la cual se refiere a un exceso de gasto en la economía, bajo los siguientes criterios:

- a) El nivel del gasto interno es superior a la capacidad productiva de la economía (determinada por los excesos de capacidad existentes y por el crecimiento potencial). En una economía recalentada se generarían presiones al alza en los precios, especialmen-

te de los bienes no transables internacionalmente, que inducirían incrementos en la inflación (en ausencia de una apreciación nominal importante).

- b) El crecimiento del gasto interno se refleja, en parte, en una mayor demanda de importaciones, lo que se traduce en un aumento en el déficit de la balanza comercial y de la balanza en cuenta corriente de la balanza de pagos. En este caso el «recalentamiento» se refiere a la generación de un déficit insostenible de la cuenta corriente.

Lo anterior sugiere que el exceso de gasto en la economía no necesariamente se refleja en un aumento en la inflación, ya que, en efecto, el exceso de gasto puede ser generado, por ejemplo, por un aumento fuerte en los términos de intercambio o en los flujos de capital, lo que disminuye los precios de los bienes transables, de tal manera que aunque los precios de los bienes no transables aumentan, puede no generarse un aumento en la inflación total.

Entre 1991 y 1997, por ejemplo, el crecimiento de la demanda agregada fue de 5,5%, mientras que la inflación disminuyó de 26,8% a 17,7%, especialmente por la fuerte caída en la inflación de bienes transables, asociada con una apreciación real de 20% entre 1990 y 1997; sin embargo, el saldo en cuenta corriente pasó de +1,1% a -5,3%. Este incremento en el déficit en la cuenta corriente era insostenible y a la postre terminó en una corrección abrupta en 1999, cuando se cerraron los mercados internacionales y la demanda interna se contrajo 10%.

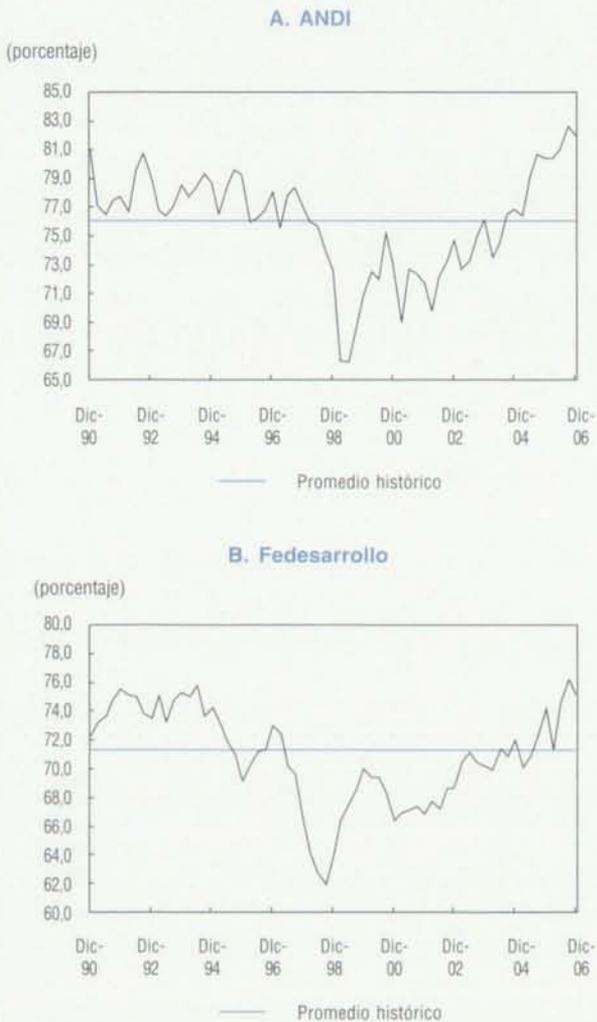
Restricciones de la capacidad productiva

Las evidencias sobre restricciones de capacidad productiva son mixtas: mientras los indicadores de uso de capacidad en la industria y en otros sectores se ubican en niveles históricos máximos (Gráfico R1.1), los resultados de una encuesta del Banco de la República a empresas de diferentes sectores productivos sugiere que hasta principios del año no habían aumentado las dificultades para suplir incrementos inesperados de la demanda.

Sin embargo, desde finales del año pasado ha tenido lugar una aceleración en la inflación de bienes y servicios no transables, al tiempo con una aceleración del crecimiento en el consumo de los hogares (Gráfico R1.2). Los aumentos en la inflación pueden ocurrir incluso si las empresas tienen excesos de capacidad con los cuales responder ante aumentos en la demanda, si, por ejemplo, las firmas aprovechan las buenas condiciones de ésta para incrementar sus márgenes de beneficios. Esto pudo haber ocurrido, por ejemplo, en 2004, después de varios años de recesión, cuando dichos márgenes probablemente se deterioraron.

También hay evidencias, corroboradas por diferentes encuestas de opinión a empresarios, sobre la existencia de presiones de costos de insumos y materias primas. En la encuesta de

Gráfico R1.1
Utilización de capacidad instalada



Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

la ANDI el porcentaje de respuestas que señala a éste como el principal problema de la industria llegó a máximos históricos desde mediados del año pasado (Gráfico R1.3).

Con respecto al mercado laboral, aún no parece haber presiones inflacionarias generalizadas. Aunque en algunos sectores específicos, como en comercio, se observan aumentos importantes de los salarios reales, en otros sectores los aumentos son menos pronunciados o han podido ser acomodados mediante ganancias en la productividad (ajustada por el ciclo económico), como es el caso de la industria.

Así, las presiones inflacionarias estarían principalmente asociadas con los costos de los insumos y, posiblemente, con la recomposición de márgenes de ganancia en algunos sectores, gracias al buen comportamiento de la demanda. Dado el crecimiento esperado para esta variable, es posible que en 2007 aumenten significativamente estas presiones de demanda.

Crecimiento potencial de la economía colombiana

Desde 1960 el crecimiento promedio de la economía ha sido 4,2%, la tasa de inversión promedio 16,9%, y la productividad total factorial (PTF) ha crecido 0,7% por año, aunque

desde 1980 ha sido mucho menor (0,08%). La economía colombiana no ha logrado mantener tasas de inversión por encima de 20% del PIB por más de tres años.

El crecimiento potencial de la economía colombiana en los próximos años depende crucialmente de si es posible sostener la recuperación de la inversión y de la productividad. Así, por ejemplo, si la productividad vuelve a crecer a tasas anuales de 0,8% y la inversión se mantiene en 18% del PIB, el crecimiento potencial de la economía estaría alrededor de 4,7%; sin embargo, si la tasa de inversión se mantiene por encima de 20%, lo cual probablemente contribuiría a un mayor crecimiento de la productividad, el crecimiento potencial podría situarse entre 5% y 6%.

Algunos elementos sugieren que la actual tasa de inversión (alrededor de 23% sin incluir la variación de inventarios) podría ser más fácilmente sostenible que en ocasiones anteriores: el actual auge de la inversión está más concentrado en maquinaria y equipo, y tiene, probablemente, una mayor orientación hacia las exportaciones que el que tuvo lugar en los años noventa (gráficos R1.4 y R1.5). Esto último gracias a la mayor orientación hacia las exportaciones de la IED y a que la industria ha duplicado su tasa de exportaciones

Gráfico R1.2
Consumo de los hogares e inflación de no transables



a/ dato proyectado.

b/ sin alimentos ni regulados.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.3
Costo y suministro de materias primas como principal problema de la industria



Fuente: ANDI.

desde finales de la década pasada. Adicionalmente, políticas macroeconómicas sanas han contribuido a reducir las expectativas de inflación y la prima de riesgo-país, y, por ende, la tasa de interés real de largo plazo en la economía. En la medida en que las políticas mantengan su consistencia y su compromiso con la estabilización económica, las tasas de interés reales de largo plazo podrán mantenerse bajas e incentivar, de esta manera, la inversión.

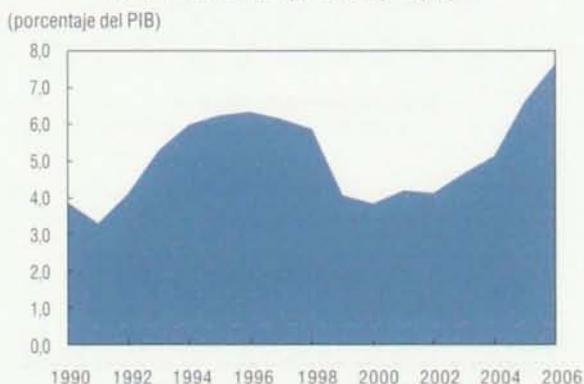
Exceso de gasto y balance en cuenta corriente

Uno de los mayores contrastes con la década pasada es la forma como se ha financiado el incremento en la tasa de inversión en la economía.

Entre 2003 y 2006 hubo un incremento en la tasa de inversión similar al que tuvo lugar entre 1992 y 1995 (5,9% y 5,2% del PIB en cada período, Cuadro R1.1). Sin embargo, mientras que en los años noventa esto estuvo acompañado por una caída en la tasa de ahorro en 1,5% del PIB, el actual auge de la inversión ha ido de la mano de un incremento del ahorro en 5% del PIB. Como resultado, mientras que en la primera mitad de la década pasada el déficit en cuenta corriente aumentó 6,7% del PIB, en los últimos tres años el déficit sólo lo ha hecho 0,9%.

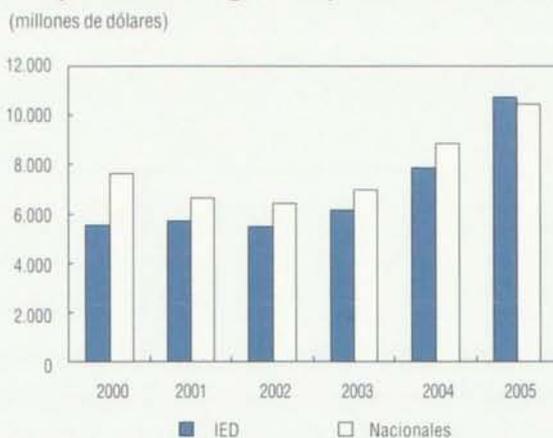
Vale la pena señalar que entre 1996 y 1997 la tasa de inversión disminuyó casi en la misma proporción en que había aumentado en los años

Gráfico R1.4
Inversión en maquinaria y equipo



Fuente: DANE.

Gráfico R1.5
Exportaciones según composición accionaria



Fuente: ANDI.

Cuadro R1.1
Cambios en el balance macroeconómico
 (puntos porcentuales)

	1992-1995	1996-1997	2003-2006	2006-2007
Ahorro - inversión = balance en cuenta corriente	(6,7)	(0,5)	(0,9)	(1,5)
Ahorro interno	(1,5)	(5,4)	5,0	0,2
Inversión total	5,2	(4,9)	5,9	1,6
Sector público	(0,3)	(2,6)	1,9	(0,1)
Ahorro público	0,5	(5,7)	3,8	3,0
Inversión pública	0,8	(3,1)	1,9	2,6
Sector privado	(6,4)	2,1	(2,8)	(3,0)
Ahorro privado	(2,0)	0,3	1,2	(0,1)
Inversión privada	4,4	(1,8)	4,0	2,9

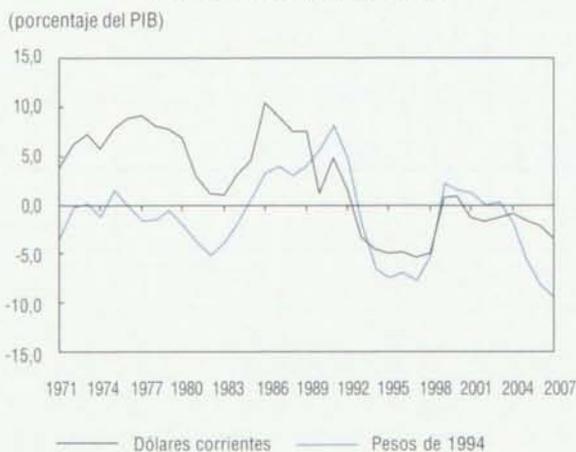
Fuente: Banco de la República, MHCP y DNP.

anteriores, al tiempo que el ahorro interno se deterioró drásticamente (en 5,4% del PIB), debido al incremento del gasto público en 19% por año en términos reales. De esta manera, no hay duda de que el actual auge de la inversión es más sostenible que el que tuvo lugar en los años noventa.

Lo anterior no significa que no haya riesgos que deben ser tomados en cuenta y que, de no actuar con la debida anticipación, podrían poner en peligro la sostenibilidad del crecimiento económico:

1. Aunque el déficit en cuenta corriente en dólares es moderado (alrededor de 2,3% para 2006), en parte esto obedece a los buenos precios internacionales que han favorecido a la economía colombiana. Una medida que trata de aislar los efectos precio es el cálculo del déficit en términos reales, que muestra que éste se ha ampliado significativamente en los últimos años (Gráfico R1.6).

Gráfico R1.6
Déficit en cuenta corriente



Fuente: Banco de la República.

2. La evolución de la cuenta corriente hasta 2006 es consistente con diferentes medidas de sostenibilidad externa. El escenario central de proyección de la balanza para 2007-2011, elaborado por el Banco de la República, también permite la estabilización de la deuda externa en 30% del PIB; sin embargo, un escenario menos favorable (en términos de precios internacionales, demanda mundial, transferencias o IED, entre otros) implicaría un aumento en la deuda externa como proporción del PIB.

La sostenibilidad de la cuenta corriente también se vería afectada si se produce una aceleración en el consumo de los hogares que implique una caída importante en el ahorro, o si aumenta el déficit fiscal.

Conclusión

En síntesis, se puede decir que actualmente hay evidencias de presiones de costos de insumos y materias primas, así como sobre la inflación de no transables, las cuales no parecen estar aún vinculadas con presiones en el mercado laboral, sino posiblemente, con la recomposición de márgenes de beneficio gracias a las buenas condiciones de la demanda. Esto no significa que no puedan surgir presiones inflacionarias sobre los salarios si la economía continúa creciendo a ritmos similares a los del segundo semestre de 2006.

Históricamente la economía colombiana no ha logrado sostener tasas de inversión mayores a 20%; sin embargo, las mejores condiciones macroeconómicas y la mayor orientación de la inversión hacia actividades exportadoras podrían hacer posible este objetivo. La aprobación del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos sería fundamental en dicho sentido.

Aún así, un crecimiento de la demanda interna, como la que se proyecta para 2007, muy probablemente excedería el crecimiento del PIB potencial y agudizaría las presiones inflacionarias. Por otro lado, aunque la evolución de la cuenta corriente es consistente con diferentes medidas de sostenibilidad externa, un deterioro en las condiciones externas implicaría un aumento en la deuda externa como proporción del PIB.

Si bien los anteriores resultados no muestran de manera contundente que la economía está recalentada, sí indican que, si la demanda interna sigue creciendo al ritmo al que lo hizo en 2006 y en particular en el segundo semestre, la economía se verá abocada a una situación de recalentamiento que generalizaría las presiones inflacionarias de demanda y/o en el déficit excesivo de la cuenta corriente. Con el fin de mantener la estabilidad macroeconómica y la sostenibilidad del crecimiento es necesario implementar políticas que contribuyan a aumentar la tasa de ahorro tanto pública como privada. Una de las medidas más importantes para lograrlo es la reducción gradual del estímulo monetario, como lo ha venido haciendo la JDBR desde abril del año pasado, a través del aumento en las tasas de interés de intervención. Esto debe ser complementado con una política fiscal que propicie el incremento en el ahorro público, al menos mientras las condiciones del entorno externo continúen siendo favorables.

III. TENDENCIAS RECIENTES DEL MERCADO LABORAL

Aunque el crecimiento del producto en el año anterior ha sido el más alto en los últimos treinta años, los indicadores del mercado laboral de la Encuesta de Hogares del DANE presentaron un comportamiento menos favorable a partir de la segunda mitad del año. Otras fuentes de información, algunas de ellas del mismo DANE, sugieren una evolución distinta del empleo, al menos en sectores como industria y comercio. Este capítulo analiza el comportamiento reciente del empleo y su relación con el crecimiento económico.

El segmento de la población relevante para analizar el mercado laboral se conoce como la población en edad de trabajar (PET), el cual está conformado por personas mayores de 12 años en las cabeceras municipales, y mayores de 10 años en zonas rurales. Esta población se puede descomponer en dos grupos: i) los que participan activamente en el mercado laboral, o población económicamente activa, (PEA) y, ii) las personas que toman la decisión de abstenerse de participar, o población inactiva, (PI). Así mismo, la PEA está compuesta por las personas que actualmente están trabajando (población ocupada) y los desempleados (personas que desean y están disponibles para trabajar, pero que no tienen empleo).

La Encuesta de hogares (EH) está diseñada para estimar tasas relativas a la PET o a la PEA, de esta manera se define la tasa global de participación (TGP) como la relación entre la PEA y la PET, siendo entonces un indicador de la disposición de las personas a ser empleadas. La tasa de ocupación (TO) es la proporción entre el total de personas ocupadas y la PET, y se puede interpretar como un indicador de la demanda por trabajo². Por otra parte, la tasa de desempleo (TD) es la relación entre las personas actualmente desocupadas³ relativas a la PEA. De esta manera, puede suceder que un aumento en la tasa de desempleo sea explicado por un incremento en el total de personas desocupadas relativas a la PEA, o bien por una disminución de la PEA que no sea compensada por una caída en el total de personas desocupadas.

El Cuadro 3 muestra la evolución de los indicadores anteriormente descritos para el período comprendido entre 2003 y 2006. Se observa que hasta el primer semestre del año anterior la dinámica que presentaba el mercado laboral era un aumento en general de la TO y una disminución sosteni-

² Tanto la TGP como la TO son tasas que tienen como punto de referencia común la PET, y sus fluctuaciones relativas se reflejarán sobre la tasa de desempleo:

$$TD = 1 - \frac{TO}{TGP} = 1 - \frac{Ocupados/PET}{PEA/PET} = \frac{Desocupados}{PEA}$$

³ Una persona se considera desocupada si en el momento de la encuesta se encontraba sin empleo, pero *había hecho lo posible* para conseguir trabajo en los últimos doce meses y estaba *disponible* para comenzar a trabajar en caso de conseguir una oportunidad.

Cuadro 3
Indicadores del mercado laboral

	I semestre				II semestre			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Tasa global de participación								
nacional	61,63	61,05	59,41	59,51	62,59	60,55	60,45	57,19
Área rural	59,42	59,06	56,69	56,51	59,75	57,41	56,96	52,33
Cabeceras	62,44	61,77	60,39	60,57	63,62	61,69	61,70	58,90
Trece ciudades	63,78	62,77	62,22	62,27	65,24	63,06	63,23	59,96
Tasa de ocupación								
nacional	52,63	52,05	51,87	52,36	54,02	53,01	53,91	50,29
Área rural	53,72	52,99	52,24	52,25	54,39	52,85	53,23	47,58
Cabeceras	52,23	51,71	51,73	52,40	53,88	53,06	54,15	51,24
Trece ciudades	52,61	52,43	52,92	53,90	54,88	54,02	55,05	52,43
Tasa de desempleo								
nacional	14,61	14,74	12,70	12,01	13,70	12,46	10,82	12,07
Área rural	9,59	10,28	7,86	7,54	8,98	7,93	6,55	9,09
Cabeceras	16,36	16,28	14,33	13,49	15,31	13,98	12,23	13,01
Trece ciudades	17,51	16,49	14,95	13,45	15,88	14,33	12,94	12,56

Fuente: DANE.

da de la TD; sin embargo, en la segunda mitad del año la tendencia se revirtió y la TD aumentó en general (dejó de caer para el conjunto de las trece ciudades). Este fenómeno estuvo acompañado tanto por una fuerte reducción de la oferta laboral, reflejada en la caída de la TGP, como por una caída de la TO, que implicó una fuerte disminución del número de ocupados (este fenómeno fue más evidente en el caso de las zonas rurales). De esta manera, pareciera que una proporción importante de las personas que participaban activamente en el mercado laboral (muchas de ellas como ocupadas), tomaron súbitamente la decisión de retirarse del mercado laboral y se dedicaron a otras actividades, tales como los oficios del hogar o el estudio.

La caída de 3,0 puntos porcentuales (pp) de la TO para las cabeceras está asociada con una disminución en 431.000 ocupados entre el segundo semestre de 2006 y el de 2005, y con un incremento en 952.000 personas que se consideran inactivas en el mismo período. En el caso del área rural, el total de ocupados fue inferior en 463.000 personas, y el total de inactivos aumentó en 465.000. Por otra parte, el aumento en la TD en 0,8 pp para cabeceras y 2,5 pp para el área rural está asociado con un incremento en 76.000 y 97.000 desocupados, respectivamente. En síntesis, el aumento en la tasa de desempleo es principalmente explicado por una caída de la PEA, y no por un aumento en el número de desocupados. La menor PEA, comparada con la del segundo semestre de 2005, se explica por un retiro sustancial

del mercado laboral de personas que previamente estaban ocupadas (en las zonas rurales la relación parece haberse dado uno a uno).

Lo anterior implicaría que a partir de la segunda mitad de 2006 la economía colombiana habría experimentado súbitamente un choque de productividad de grandes proporciones, al haber acelerado la tasa de crecimiento del producto (7,9% para el segundo semestre, consistente con un crecimiento de 6,8% para todo el año), con un menor número de personas trabajando. Cabe anotar que la literatura internacional no ha registrado un choque de tal proporción en otro país.

La interpretación de los resultados de la EH se dificulta si se tiene en cuenta que a partir de julio del año pasado el DANE introdujo innovaciones con respecto a las prácticas de recolección, captura electrónica de datos y ampliación de cobertura, con el fin de mejorar la precisión de la información de la encuesta. Es así como no es posible distinguir si los cambios observados obedecen a un fenómeno económico o se explican por las modificaciones a la encuesta. De hecho en un comunicado de prensa reciente el DANE señaló que «[...] actualmente lleva a cabo experimentos de campo para determinar el grado de comparabilidad de las series de las encuestas anteriores a julio de 2006»⁴.

Otros indicadores disponibles muestran que el empleo está creciendo. Por ejemplo, información sectorial del DANE señala que para el período entre julio y diciembre el empleo en la industria y el comercio habría aumentado 5,0% y 6,0%, respectivamente, acelerándose con respecto al crecimiento del empleo en el primer semestre del año (1,4% y 4,6%, respectivamente) y a los años anteriores (en la industria manufacturera el aumento del empleo de los obreros fue 1,7% en 2004 y 0,8% en 2005; en el comercio el empleo total aumentó 2,9% y 3,8%, respectivamente).

Por otra parte, la información del sistema de seguridad social del Ministerio de la Protección Social muestra un aumento significativo de las afiliaciones al sistema de seguridad social (Cuadro 4). El número de afiliados activos a los fondos de pensiones de ahorro individual creció en más de 400.000; así mismo, el total de personas cubiertas en riesgos profesionales aumentó en más de 500.000. Finalmente, los afiliados a las cajas de compensación familiar presentaron un incremento similar. Lo anterior no solo señala la creación de nuevos puestos de trabajo durante 2006, sino que indica que se trata de empleos formales y de calidad.

⁴ Comunicado de prensa del DANE, febrero de 2007.

Cuadro 4
Afiliaciones al sistema de seguridad social

Descripción	2005	2006	Variación (porcentaje)
En salud			
Régimen subsidiado ^{a/}	18.581.410	20.028.055	7,79
Subsidios totales	16.513.662	17.936.938	8,62
Subsidios parciales	2.067.748	2.091.117	1,13
Régimen contributivo ^{b/}	15.533.582	15.971.078	2,82
En pensiones			
Pensiones afiliados activos ISS ^{c/}	2.447.981	2.303.947	(5,88)
Pensiones afiliados activos-pensiones ahorro individual ^{d/}	3.217.576	3.637.760	13,06
En riesgos profesionales			
Afiliados-ARP ^{e/}	5.104.050	5.637.676	10,45
Otros			
Afiliados-cajas de compensación ^{f/}	4.390.160	4.858.857	10,68
Empresas afiliadas-cajas de compensación ^{g/}	214.473	229.324	6,92

a/ Fuente: DGGDS.

b/ Corte septiembre 2006, compensados.

c/ Corte diciembre 2006 (fuente: ISS).

d/ Corte diciembre 2006 (fuente: Superintendencia Financiera).

e/ Corte diciembre 2006 (fuente: DGRP).

f/ Corte diciembre 2006 (fuente: SSF) preliminar.

Fuente: Ministerio de la Protección Social.

IV. POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

A. Política monetaria

1. La política monetaria de inflación objetivo

La política monetaria en Colombia sigue una estrategia de inflación objetivo (IO) desde 1999, régimen de política popularizado en la década de los noventa (Recuadro 2). Bajo este esquema, los objetivos de la política monetaria son la estabilidad de precios y la suavización del ciclo económico.

a. ¿Cómo se ha aplicado el régimen de inflación objetivo en Colombia y cuáles son sus características?

La meta de inflación se establece con base en el IPC elaborado por el DANE. La JDBR define el rango meta y la meta del año, así como el rango en el cual fijará el punto medio de la meta del siguiente año. La meta de largo plazo es un rango entre 3% +/- 1%, al cual debe converger la inflación en forma permanente.

Debido a que existe un rezago en el efecto de la política monetaria, las acciones de esta política que se toman en determinado momento tardan entre seis y ocho trimestres en tener un efecto sobre el comportamiento de los precios (Recuadro 3). Por esta razón, el Banco de la República cuenta con un procedimiento operativo orientado hacia el futuro, el cual consiste en proyectar la inflación unos trimestres adelante (incluyendo el efecto de las acciones de política) y en comparar esta proyección de la inflación con la meta.

Para mantener la inflación cerca de la meta, la postura de la política monetaria debería ser restrictiva en períodos de auge y expansiva en períodos de recesión. Además de procurar estabilizar la inflación alrededor de la meta, este manejo monetario contracíclico también tenderá a suavizar las fluctuaciones económicas.

Las fluctuaciones económicas —especialmente fluctuaciones del tamaño que experimentan países emergentes como Colombia— pueden tener costos altos. Las recesiones conllevan altos niveles de desempleo e ingresos; de este modo, si las expansiones no son sostenibles se acumulan importantes vulnerabilidades y desbalances en la economía, que luego alimentan las recesiones. La política monetaria puede contribuir a estabilizar el ciclo económico, además de ayudar a mantener la inflación cerca de la meta. Con todo, la estabilidad macroeconómica puede contribuir a que en los períodos de recesión sea menor el desempleo, y mayor la producción, el ingreso, la riqueza y el bienestar social.

b. ¿Cuál debe ser la dirección de la política monetaria cuando la economía está en auge y cuando está en recesión?

Como se mencionó anteriormente, las tasas de interés son un factor importante en la determinación de la inversión, la demanda agregada y el ciclo económico. Tasas de interés bajas tienden a estimular la demanda agregada y a llevar a la economía a la fase alta del ciclo; tasas de interés relativamente altas tienden a llevar el ciclo a la fase baja.

Si la actividad económica está en auge, sea por bajas tasas de interés o por razones ajenas a la postura de la política económica, la inflación tenderá a aumentar y el banco central se verá en la necesidad de aumentar las tasas para contener las presiones inflacionarias; por el contrario, si la economía está en recesión el banco central podrá disminuir las tasas de interés para ayudar a la economía a salir del estancamiento y evitar que la inflación caiga por debajo de la meta.

2. Decisiones de política monetaria en 2006 y 2007

La JDBR ha venido aumentando las tasas de interés de intervención desde abril de 2006 (Gráfico 13). Estos incrementos siguieron a un período durante

Gráfico 13

Tasa de interés subasta de expansión



a/ Desde el 22 de diciembre de 2004 el Banco de la República suspendió la ventanilla de contracción (subasta y lombarda).

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

el cual el Banco había disminuido las tasas en 675 pb (de 12% en 2000 a 5,25% a mediados de 2002), con el objetivo de contribuir a la recuperación de la economía, la cual fue duramente golpeada con la crisis de finales de la década pasada. En 2003 la JDBR aumentó las tasas de política en 200 pb, en el contexto de una alta depreciación del tipo de cambio que se reflejó en una aceleración de la inflación básica y en incrementos en las expectativas de inflación.

Los excesos de capacidad existentes a comienzos de la década permitieron acomodar la aceleración del crecimiento económico que tuvo lugar desde el segundo semestre de 2003, e incluso fue posible reducir de nuevo las tasas de interés de intervención en 125 pb, dadas las tendencias a la apreciación que se observaron en 2004 y 2005; con ello, la tasa de interés de expansión se situó en 6,0% a finales de 2005.

Sin embargo, desde comienzos de 2006 fue evidente que se requería un cambio en esta postura con el fin de garantizar la sostenibilidad del crecimiento y evitar la aparición de presiones inflacionarias en la economía que pusieran en riesgo el cumplimiento de las metas de inflación. Las cifras reflejan claramente la fortaleza de la economía colombiana en los últimos años:

- El crecimiento promedio del PIB desde el segundo semestre de 2003 ha sido de 5,4% por año, y el crecimiento de la demanda interna fue aún mayor (7,5%).
- Este crecimiento está sostenido por una gran expansión de la inversión, que como proporción del PIB pasó de 15% en 2003 a 26,3% en 2006; sin embargo, desde comienzos del año pasado también se observa una rápida recuperación del consumo de los hogares, que en 2006 creció alrededor de 6,0%.
- El crecimiento económico en los últimos años ha sido impulsado, principalmente, por el dinamismo y la confianza del sector privado. El PIB privado (definido como el PIB total, excluyendo la explotación pública de minerales, los servicios del Gobierno y obras civiles), ha crecido 5,6% por año desde 2003.

Los anteriores resultados mostraban que la economía colombiana crecía a tasas altas y que no requería un estímulo monetario especial para continuar haciéndolo; más aún, la permanencia de un estímulo monetario excesivo, reflejado en tasas de interés reales históricamente bajas podría generar desequilibrios que se reflejarían en presiones inflacionarias, desbalances macroeconómicos e insostenibilidad del crecimiento. Adicionalmente, los costos de las recesiones son excesivamente altos, tienden a persistir durante varios años y se concentran desproporcionadamente sobre la población más vulnerable, como lo muestra la experiencia de América Latina, y de Colombia en particular, a finales de la década pasada⁵. Es por esto que las políticas macroeconómicas deben actuar a tiempo y en la magnitud suficiente para evitar dichas recesiones, o para amortiguar su posible impacto en el futuro.

Con estas consideraciones, la JDBR aumentó sus tasas de interés de intervención en 150 pb entre abril y diciembre de 2006.

La información disponible a comienzos de 2007 mostró una aceleración de la demanda agregada, que aumentó la estimación de crecimiento que habría tenido lugar en 2006 y la proyección de crecimiento para 2007. Por otro lado, se mantuvo la tendencia creciente en la inflación de no transables, y de los indicadores de inflación básica.

En este contexto, la JDBR consideró conveniente continuar con la reducción del estímulo monetario a través del aumento en las tasas de interés de intervención en 25 pb, en cada ocasión, en los meses de enero y febrero del presente año. Con este último incremento la tasa base para las subastas de expansión quedó en 8,0%.

La decisión de continuar con el proceso de normalización monetaria ratifica el compromiso de la JDBR de adoptar las medidas necesarias para garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo. Esta eliminación gradual del estímulo monetario no afecta la capacidad de crecimiento de la economía colombiana en torno de su potencial y, antes bien, contribuye a su continuidad y sostenibilidad.

B. Intervención cambiaria y política monetaria

1. Evolución de la tasa de cambio nominal y real

El desempeño de la tasa de cambio en Colombia durante 2006 estuvo caracterizado por la alta volatilidad del mercado, estimulada por la incertidumbre de los inversionistas internacionales ante cambios no esperados en

⁵ Por el contrario, la recuperación del crecimiento económico ha permitido disminuir el porcentaje de la población que vive en condiciones de pobreza de 60% en 2000 a 49% en 2005.

Gráfico 14

Índice de la tasa de cambio nominal

(1 de enero de 2003 = 100)



Fuente: Datastream.

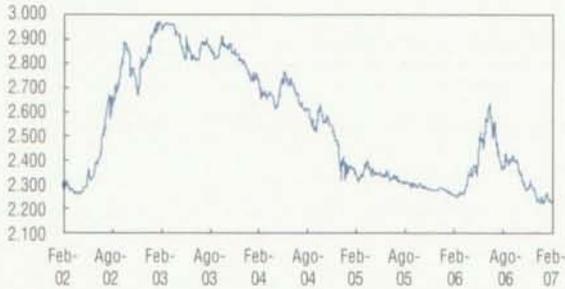
las tasas de interés internacionales. Este comportamiento fue también evidente en el resto de economías latinoamericanas, en donde la volatilidad de las monedas fue incluso mayor que la colombiana (Gráfico 14).

Luego de la apreciación del año 2005, en los dos primeros meses de 2006 el peso colombiano continuó registrando una tendencia hacia su fortalecimiento. Varios factores contribuyeron a que se mantuviera dicha tendencia: i) el dinamismo de la demanda mundial y de los términos de intercambio, que favorecieron el crecimiento de las exportaciones; ii) las entradas de recursos de inversión extranjera directa, destinados, principalmente, al sector minero-energético y que contribuían a las expectativas de mayor apreciación generadas por las noticias de venta de empresas colombianas privadas y estatales, y iii) los excesos de liquidez que aún prevalecían en los mercados internacionales y que mantenían vivo el apetito de los inversionistas extranjeros por títulos de deuda de mercados emergentes, como el colombiano (Gráfico 15). Todo lo anterior se manifestó en la reducción del *spread* de la deuda soberana de Colombia y de varios países (Gráfico 16). Como se explicará en detalle en la

Gráfico 15

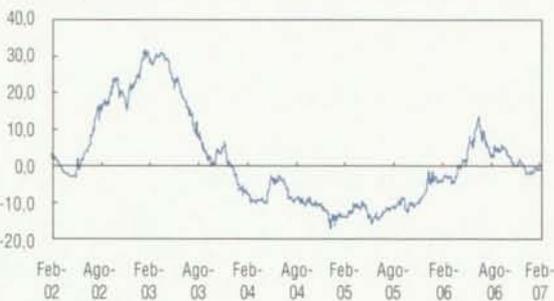
A. Tasa de cambio representativa del mercado ^{av}

(pesos por dólar)



B. Depreciación nominal anual ^{av}

(porcentaje)



a/ Datos al 14 de febrero de 2007.

Fuente: Banco de la República.

siguiente sección, durante este lapso el Banco de la República mantuvo activa su política de intervenir de manera discrecional en el mercado cambiario.

Desde finales de marzo comenzaron a cambiar las expectativas de los inversionistas internacionales en la medida en que aumentaba la probabilidad de alzas en las tasas de interés externas, debido a las evidentes presiones inflacionarias en los Estados Unidos. Esto se vio reflejado en un menor interés por inversiones riesgosas, lo cual se manifestó en salidas de capitales de las economías emergentes, con el consiguiente efecto sobre los mercados bursátiles y de deuda locales. Todo ello se tradujo, a su vez, en un incremento generalizado del indicador de riesgo-país en la región. El debilitamiento de la moneda se sintió con más fuerza en Colombia que en el resto de países de la región. En el mes de junio el dólar alcanzó la cotización más alta del año (\$2.633), lo que significó una devaluación de 15% entre marzo y junio (Cuadro 5).

A partir de julio se fueron disipando las amenazas de aumentos adicionales en las



Cuadro 5
Tasa de cambio nominal

	Promedio del período	Fin de período	Variación porcentual anual, fin de período
2004	2.626,22	2.389,75	(13,98)
2005	2.320,77	2.284,22	(4,42)
2006	2.357,98	2.238,79	(1,99)
Enero-marzo	2.264,09	2.289,98	(3,64)
Abril-junio	2.431,51	2.633,12	12,92
Julio-septiembre	2.433,42	2.394,31	4,57
Octubre-diciembre	2.305,36	2.238,79	(1,99)
2007			
Enero	2.237,06	2.259,72	(0,26)
Febrero	2.227,63	2.224,12	(1,03)

Fuente: Banco de la República.

tasas de la Fed, sumado a las noticias sobre las buenas condiciones de la economía mundial y de las emergentes en particular (que se mantenían favorecidas por los buenos términos de intercambio y el crecimiento de la demanda mundial), contribuyó a que disminuyera la percepción de riesgo en los mercados internacionales. Como resultado se produjo un aumento en la demanda de bonos emergentes, lo cual se reflejó en un descenso generalizado de los EMBI.

En Colombia, al mismo tiempo, continuaban las noticias sobre la consolidación de los negocios de venta de empresas estatales y aumentaban los flujos de divisas provenientes de la inversión extranjera y de remesas de trabajadores (Recuadro 3 y capítulo VI). La suma de todos estos factores generó de nuevo tendencias a la apreciación del peso, en especial en el último trimestre del año. Entre julio y diciembre el tipo de cambio descendió \$394 y cerró el año en \$2.239 por dólar.

La tasa de cambio promedio del año fue de \$2.358 por dólar, con una devaluación nominal promedio anual de 1,6%. En términos reales no se presentaron variaciones significativas en el indicador del tipo de cambio al cierre del año. El índice de tipo de cambio real deflactado con el IPC indica que al finalizar 2006 se habría presentado una devaluación real de 0,5% anual, mientras que el indicador que utiliza el IPP muestra una leve apreciación real (0,1%) (Cuadro 6, Gráfico 17).

En lo corrido de 2007 continuaron las tendencias a la apreciación del peso colombiano, incentivadas por la oferta de divisas en el mercado local para

Cuadro 6
Índices de la tasa de cambio real

	Tasa de cambio real (promedio)				Tasa de cambio real (fin de período)			
	Índice IPC	Variación anual (%)	Índice IPP	Variación anual (%)	Índice IPC	Variación anual (%)	Índice IPP	Variación anual (%)
2004	120,4	(9,0)	128,3	(5,7)	113,5	(13,3)	122,7	(9,7)
2005	106,7	(11,3)	118,5	(7,7)	104,5	(8,0)	118,8	(3,1)
2006	108,6	1,8	122,3	3,2	105,1	0,5	118,7	(0,1)
Enero-marzo	103,8	(4,8)	118,0	(0,6)	103,4	(4,3)	117,2	(0,5)
Abril-junio	111,9	4,6	125,5	6,6	116,9	10,2	130,9	11,9
Julio-septiembre	112,3	5,9	126,0	6,4	110,6	4,2	123,7	3,4
Octubre-diciembre	106,7	1,7	119,7	0,5	105,1	0,5	118,7	(0,1)
2007								
Enero	103,0	(1,4)	116,6	(2,1)	103,0	(1,4)	116,6	(2,1)
Febrero	101,9	(1,5)	116,7	(0,9)	101,9	(1,5)	116,7	(0,9)

Fuente: Banco de la República.

atender la compra de Bancafé y Ecogas, cuya negociación se produjo el año anterior. La decisión del Gobierno de solicitar el pago de estos recursos en pesos para disminuir el saldo de su deuda interna generó un exceso de oferta de divisas durante el primer bimestre del año, lo cual motivó la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, como se explicará en la siguiente sección. Así mismo, durante este período continuaron ingresando capitales de inversión extranjera tanto

directa como de portafolio. La apreciación del tipo de cambio nominal y real a finales de febrero era de 1,0% en ambos casos.



2. Intervención cambiaria y decisiones de política

Tal como se describió en la sección anterior, los cambios en la dirección de los flujos de capital registrados durante 2006 generaron fluctuaciones significativas en la tasa de cambio, que llevaron al Banco de la República a realizar intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario tanto en operaciones de compra como de venta, utilizando los diferentes instrumentos a su disposición. Como se explica en detalle, en 2006 el Banco efectuó ventas netas de reservas internacionales por valor de US\$164 m (Cuadro 7).

Con el propósito de moderar la tendencia de apreciación del peso, durante el primer trimestre de 2006 el Banco de la República llevó a cabo intervenciones discrecionales de compra de divisas por un valor total de US\$1.196,7 m, las cuales se concentraron en los meses de enero y febrero. Ante la tendencia a la depreciación de la tasa de cambio que comenzó a producirse a partir del mes de abril, el Banco decidió suspender las intervenciones discrecionales de compra de divisas.

No obstante, se mantuvo la posibilidad de intervención a través de opciones para el control de la volatilidad, las cuales están sujetas a una regla de activación, que consiste en que se subastan opciones de compra (o de venta) por US\$180 m, cuando la tasa de cambio se sitúa 2% por debajo (o por arriba) del promedio de la tasa representativa del mercado (TRM) de los últimos

Cuadro 7

Operaciones de compra y venta de divisas del Banco de la República

(millones de dólares)

	2005	2006				Acumulado Ene-Dic	2007		
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		Enero	Febrero	Acumulado Ene-Feb
Compras	4.658,4	1.196,7	0,0	393,8	190,0	1.780,5	1.001,6	1.022,9	2.024,5
Opciones <i>put</i>	0,0	0,0	0,0	393,8	190,0	583,8	0,0	0,0	0,0
Para acumulación de reservas internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	0,0	0,0	0,0	393,8	190,0	583,8	0,0	0,0	0,0
Intervención discrecional	4.658,4	1.196,7	0,0	0,0	0,0	1.196,7	1.001,6	1.022,9	2.024,5
Ventas	3.250,0	1.000,0	944,3	0,0	0,0	1.944,3	0,0	0,0	0,0
Opciones <i>call</i>	0,0	0,0	944,3	0,0	0,0	944,3	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	0,0	0,0	944,3	0,0	0,0	944,3	0,0	0,0	0,0
Gobierno nacional	3.250,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0
Compras netas	1.408,4	196,7 (944,3)	393,8	190,0		(163,8)	1.001,6	1.022,9	2.024,5

Fuente: Banco de la República.

veinte días; a su vez, el agente de mercado que adquiere las opciones las puede ejercer ese mismo día o en el curso de un mes, siempre y cuando se vuelva a producir una desviación de 2% de la tasa de cambio frente al promedio de la TRM de los últimos veinte días.

Durante el transcurso del segundo trimestre de 2006, en diversas oportunidades se dieron las condiciones de activación de las opciones *call* (venta de divisas) para el control de la volatilidad, de las cuales en dicho trimestre se ejercieron US\$944 m. A partir de julio, al retornar la tendencia de apreciación, en varias ocasiones se activaron las opciones *put* (compra de divisas) para el control de la volatilidad, de las cuales entre julio y diciembre se ejercieron US\$583,8 m. Por su parte, la intervención discrecional continuó interrumpida hasta el fin de 2006.

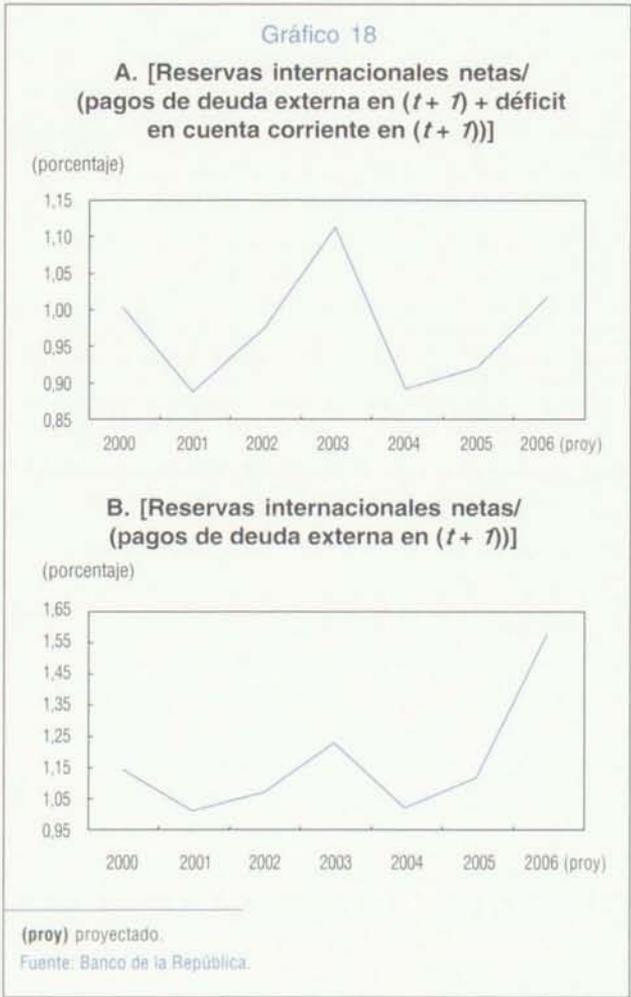
A partir de enero de 2007 se acentuó drásticamente la tendencia a la apreciación, lo que obedeció básicamente a entradas importantes de recursos externos dirigidos a financiar el pago al Gobierno por la venta de grandes entidades públicas como Bancafé y Ecogás, negocios pactados a finales de 2006. Por considerar que se trataba de un fenómeno temporal, el Banco de la República decidió volver a intervenir de manera discrecional con el propósito de moderar la magnitud de la apreciación. Fue así como en enero se adquirieron divisas por valor de US\$1.001,6 m y en febrero por valor de US\$1.022,9 m.

La intervención en el mercado cambiario ha sido un instrumento efectivo. De una parte, ha llevado a incrementar las reservas internacionales, fortaleciendo con ello la posición de liquidez internacional del país (Gráfico 18). El monto actual de reservas, que supera los US\$17 mm, constituye un seguro de crucial importancia para preservar la estabilidad económica, en caso de presentarse un choque externo negativo.

De otra parte, la intervención en el mercado cambiario no ha impedido continuar con el proceso desinflacionario, como lo demuestra el hecho de que las metas de inflación de los últimos tres años se han alcanzado con gran precisión. Esto significa que la política de intervención cambiaria ha sido consistente con el esquema de inflación objetivo; en otras palabras, la política monetaria no ha entrado en conflicto con la política cambiaria.

La posibilidad de alcanzar esta coherencia entre las políticas monetaria y cambiaria se debe a la utilización de diversos instrumentos, que han permitido esterilizar la expansión monetaria que se produce cuando el Banco de la República compra divisas en el mercado cambiario. Esto ha permitido que la autoridad monetaria haya mantenido la tasa de interés en el nivel que considera necesario para el logro de la meta de inflación.

Entre los mecanismos de esterilización utilizados debe destacarse la coordinación con el Gobierno. En el contexto de dicha coordinación, la Tesorería General de la Nación ha mantenido depósitos en el Banco por montos importantes que actualmente superan \$5 billones (b), con lo cual retira de circulación una suma significativa y se compensa así parte de la expansión que provoca la compra de divisas. Adicionalmente, el Gobierno ha comprado divisas al Banco de la República por valor de US\$3.550 m en 2005 y



US\$1.000 m en 2006 para el prepago de deuda externa y sustitución de fuentes de financiamiento. Al ser pagadas en pesos por la Nación, esta venta de divisas creó un espacio monetario que el Banco de la República aprovechó en 2005 para la compra de TES en el mercado secundario y que actualmente mantiene en su portafolio. En caso de ser necesario, dichos TES pueden ser vendidos y de esa forma ser utilizados como instrumento de esterilización.

Otro instrumento utilizado ha consistido en la reducción de los cupos repo, a través de los cuales se suministra liquidez transitoria al sistema bancario. En efecto, en la medida en que la compra de divisas provee liquidez de carácter permanente a la economía, se ha reducido el monto de liquidez transitoria que se provee a través de operaciones repo.

Existen otros instrumentos de esterilización disponibles, que el Banco no ha utilizado recientemente. El primero consiste en la venta al mercado de los títulos que conforman el portafolio de regulación monetaria, operaciones que sustraen liquidez de la economía de forma permanente; el segundo corresponde a la subasta y la ventanilla de contracción (que ha permanecido cerrada desde 2004), las cuales permiten contraer la liquidez de la economía de forma transitoria a través de operaciones repo. También está disponible el depósito de contracción monetaria, que opera mediante cuentas de depósitos remuneradas del sistema financiero en el Banco y que no son constitutivos de encaje.

Medir la efectividad de la intervención con respecto al propósito de moderar la tendencia de apreciación, ofrece grandes dificultades, dado que no es

posible conocer cuál hubiera sido el comportamiento de la tasa de cambio si la intervención no hubiera tenido lugar; no obstante, como lo sugiere el comportamiento de la tasa de cambio en 2005, la intervención cambiaria contribuyó a moderar la fuerte tendencia de apreciación que venía registrándose en el último trimestre de 2004 (Gráfico 19). En la actualidad ocurre algo similar. La importante cuantía de dólares que está ingresando a la economía para el pago por la venta de activos públicos;



la todavía elevada dinámica de las exportaciones; el significativo monto de inversión extranjera y de remesas de trabajadores, y otras fuentes de recursos como el financiamiento público externo, harían que en ausencia de intervención cambiaria el peso estuviera mucho más apreciado de lo que está hoy en día.

La amplia disponibilidad de instrumentos de esterilización antes descrita le permite al Banco de la República continuar interviniendo en el mercado cambiario, sin arriesgar el cumplimiento de la meta de inflación de 2007 y su convergencia hacia la meta de inflación de largo plazo (entre 2% y 4%).

RECUADRO 2

EL ESQUEMA DE INFLACIÓN OBJETIVO A NIVEL MUNDIAL

El régimen de política monetaria de inflación objetivo (IO) surgió como un régimen alternativo durante los años noventa, con base en la experiencia que se había ganado con la aplicación de diferentes estrategias de política monetaria en las décadas previas, y en la consolidación de bancos centrales independientes. Una de las lecciones más importantes derivadas de la experiencia de décadas anteriores era la imposibilidad de reducir de manera permanente la tasa de desempleo en el mediano y largo plazos aceptando mayores niveles de inflación. En efecto, cualquier intento por incrementar el nivel del producto a un nivel superior al consistente con una inflación estable, se convierte con el tiempo en una tasa de inflación permanentemente más alta, debido a que los agentes económicos eventualmente incorporan un nivel más alto de inflación en sus expectativas. Con esto, a largo plazo tan solo se observa un mayor nivel de inflación, pero no un incremento en el empleo.

El régimen de la IO, más que una regla de política, es un marco institucional en sí mismo. En efecto, a nivel técnico, la IO no provee al banco central con unas instrucciones de operatividad simples y mecánicas; por el contrario, la IO comprende un marco analítico e institucional que permite una «discrecionalidad restringida», donde es posible acomodar una política monetaria flexible. Dentro de un marco general, que está restringido por una meta de inflación de mediano y largo plazos, la IO permite un amplio campo de acción a los bancos centrales para responder a condiciones de desempleo, tasa de cambio y otros desarrollos de corto plazo que imperen en la economía.

Hoy día cerca de treinta países han adoptado el esquema de la IO. Los países pioneros en este régimen de política fueron Canadá, Nueva Zelanda y el Reino Unido, los cuales lo adoptaron desde comienzos de la década de los noventa; luego, se han adherido países en

desarrollo como Chile, México e Israel, así como países en transición como la República Checa y Polonia.

El marco institucional que comprende el régimen de IO no es el mismo en todos los países que lo adoptan, pero en esencia cuenta con los siguientes componentes:

- El objetivo del banco central es lograr una meta cuantitativa de inflación anunciada explícitamente.
- El instrumento principal de política monetaria es la tasa de interés, en donde el banco central cuenta con independencia para el manejo de dicho instrumento. Algunos países, incluido Colombia, han utilizado también la intervención cambiaria.

El banco central publica regularmente reportes que describen la situación de la economía y la perspectiva de alcanzar la meta de inflación. La transparencia hace la política más predecible y efectiva, y la rendición de cuentas la legítima.

En la mayoría de países con IO la meta explícita que se anuncia se refiere a un rango de inflación, más que a un valor específico. El rango meta para la inflación de largo plazo suele estar entre 1% y 3%, el cual generalmente se fija sobre el IPC.

Para garantizar la transparencia de la política, la autoridad monetaria debe proveer explicaciones sobre los elementos que sirven de base para la toma de decisiones acerca de la postura de la política monetaria. Los bancos centrales practican la transparencia y la rendición de cuentas de diferentes formas, siendo la práctica más común la publicación de un Informe sobre Inflación.

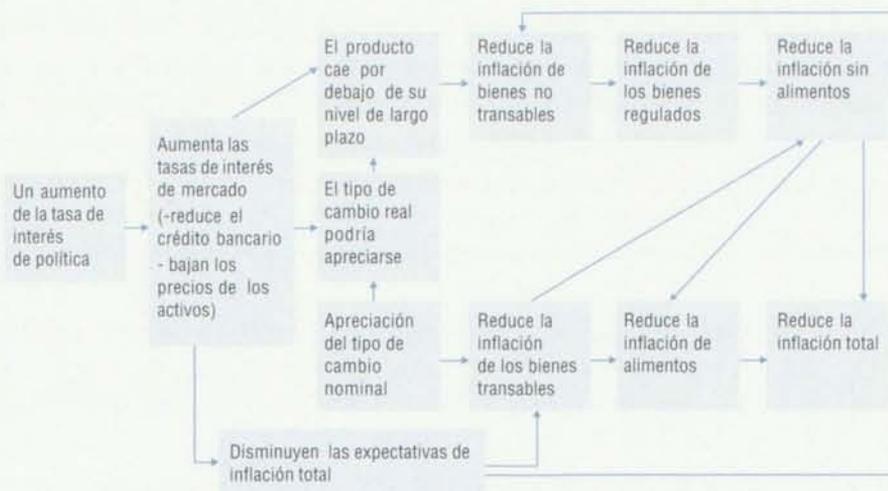
RECUADRO 3

¿CÓMO SE TRANSMITEN LOS MOVIMIENTOS EN LA TASA DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA AL RESTO DE LA ECONOMÍA HASTA AFECTAR LA INFLACIÓN?

Las tasas de interés de intervención, que son el principal instrumento de la política monetaria, transmiten las decisiones de política a la economía por medio de los llamados *mecanismos de transmisión de la política monetaria*, los cuales son fundamentalmente tres: el canal de demanda agregada, el de tasa de cambio y el de expectativas.

- *El canal de demanda agregada* consiste en el efecto de un cambio de las tasas de interés sobre la demanda, y en el efecto de la demanda agregada sobre la inflación; así por ejemplo, una reducción de las tasas de interés aumenta la demanda agregada, y por dicha vía, la inflación.
- *El canal del crédito* no tiene en cuenta la presencia de intermediarios financieros, cuya existencia hace que la fuente de financiamiento de las empresas cobre importancia en la toma de decisiones de inversión de las firmas y los hogares; así, los agentes económicos cuentan con dos fuentes principales de financiamiento: el crédito bancario y los fondos propios. En este contexto, el costo relativo del financiamiento con crédito, frente al financiamiento con recursos propios, se torna relevante. De esta forma, una disminución en la tasa de interés de política también tiene incidencia directa y rápida en otros precios financieros como, por ejemplo, las tasas de captación del sistema financiero y las tasas de más largo plazo, a las que los hogares y las firmas se endeudan.
- *El canal de tasa de cambio* recoge el efecto de las tasas de interés de política sobre la tasa de cambio. En el canal directo de tasa de cambio una reducción en la tasa de interés de política induce una depreciación nominal, que conlleva un aumento de la inflación de bienes transables. El canal indirecto actúa a través del impacto del tipo de cambio real sobre el nivel de producto de la economía. Al aumentar el tipo de cambio real el producto se sitúa por encima de su nivel potencial de largo plazo, y aumenta la inflación de no transables. Tanto el aumento en la inflación de bienes transables como la de no transables incrementan la inflación total (Diagrama 1).

Diagrama 1
Mecanismos de transmisión de la política monetaria



- En *el canal de expectativas* una disminución de la tasa de interés tiene el efecto de aumentar las expectativas de inflación (una caída en las tasas de interés de intervención aumenta las expectativas de inflación porque una disminución de las tasas de interés, a través de los canales de transmisión de la política monetaria, disminuye la inflación futura), y el incremento en las expectativas de inflación tiende a aumentar la inflación misma.

Los mecanismos de transmisión de la política monetaria descritos suceden con rezago ya que muchas de las decisiones de gasto de los agentes toman tiempo. En el caso de Colombia el rezago en la transmisión de la política monetaria sobre la inflación se estima entre cuatro y ocho trimestres.

V. MERCADOS FINANCIEROS

A. Tasas de interés y fuentes de financiamiento del crédito

1. Tasas de interés de mercado y de los TES

a. Tasas de intervención del Banco de la República

Como ya se mencionó, desde abril de 2006 la JDBR aumentó las tasas de expansión en nueve oportunidades, en 25 pb en cada caso. Por esta razón, a marzo de 2007 las tasas de expansión por subasta se sitúan en 8,25% (Cuadro 8).

b. Tasas de interés de mercado

Al finalizar el año 2006 la tasa interbancaria (TIB) se situó en 7,53%, registro superior en 182 pb al observado en el mismo mes de 2005 (Gráfico 20), lo que implicó un aumento de 210 pb en términos reales. Como se ha mencionado en ocasiones anteriores, la TIB se mueve de manera estrecha con la tasa mínima de subasta de expansión del Banco de la República, la cual aumentó en 150 pb nominales durante el mismo período.

Por su parte, la DTF⁶ mostró un comportamiento relativamente estable durante el primer semestre de 2006, y sólo a partir del segundo semestre comenzó a aumentar. Aunque recientemente se han observado aumentos

⁶ Corresponde a la tasa de captación de CDT a 90 días, promedio mensual ponderado, informada por bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial de todo el país a la Superintendencia Financiera.

Cuadro 8
Tasas de intervención del Banco de la República y TIB
 (porcentaje)

Fechas de vigencia Desde	Minima para subasta de expansión	Máxima de expansión (lombarda)	TIB Promedio del período
Dic-17-01	8,50	12,25	8,43
Ene-21-02	8,00	11,75	7,82
Mar-18-02	7,25	11,00	7,29
Abr-15-02	6,25	10,00	6,15
May-20-02	5,75	9,50	5,69
Jun-17-02	5,25	9,00	5,22
Ene-20-03	6,25	10,00	6,15
Abr-29-03	7,25	11,00	7,41
Feb-23-04	7,00	10,75	7,16
Mar-23-04	6,75	10,50	6,93
Dic-20-04	6,50	10,25	6,62
Dic-22-04 a/	6,50	10,25	6,39
Sep-19-05	6,00	9,75	5,81
May-02-06	6,25	10,00	6,23
Jun-21-06	6,50	7,50	6,59
Ago-22-06	6,75	7,75	6,75
Oct-02-06	7,00	8,00	7,01
Oct-30-06	7,25	8,25	7,25
18-Dic-06	7,50	8,50	7,52
29-Ene-07	7,75	8,75	7,74
26-Feb-07	8,00	9,00	7,99
26-Mar-07	8,25	9,25	-

a/ Desde el 22 de diciembre de 2004 el Banco suspendió la ventanilla de captación (subasta y lombarda).
 Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia (tasa interbancaria).

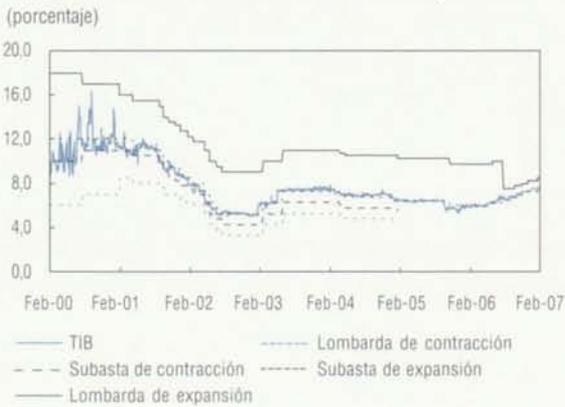
significativos en esta tasa, dicho incremento no refleja completamente el ascenso en la tasa de interés de política (Gráfico 21).

No obstante, al analizar el desempeño de las tasas de interés de certificados de depósito a término (CDT) a todos los plazos, entre abril de 2006 y febrero pasado se observó un aumento mayor en estas tasas frente a la de CDT a 90 días. Esto indicaría que la transmisión de la tasa de interés de política a las tasas pasivas ha sido más alta de lo que ha reflejado la DTF.

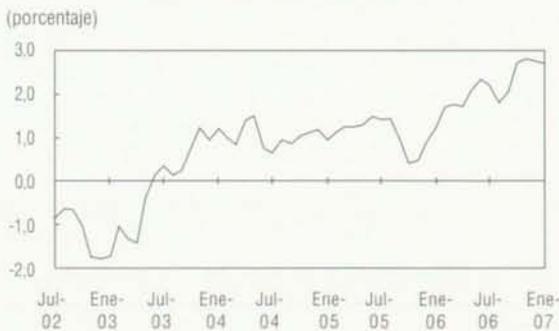
Con respecto a las tasas de interés de los créditos (activas) por destino económico, en 2006 se observaron descensos importantes en sus niveles nominales. Las reducciones más fuertes se presentaron en las tasas de los créditos de consumo y ordinario. En particular, la primera disminuyó en 361 pb en 2006, al pasar de 24,2% en promedio en 2005 a 20,5% en 2006, mientras que la segunda cayó 157 pb, al pasar de 16,8% en 2005 a 15,2% en 2006. De otro lado, si bien las tasas de interés preferencial y de créditos de tesorería se redujeron durante 2006 en promedio, sus niveles

Gráfico 20

**Tasa interbancaria nominal
y de intervención del Banco de la República ^{a/}**



Tasa interbancaria real



a/ Desde el 22 de diciembre de 2004 el Banco de la República suspendió la ventanilla de contracción (subasta y lombarda).

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

aumentaron cerca de 165 pb y 162 pb, respectivamente, a partir de junio y hasta diciembre del mismo año (Cuadro 9, Gráfico 22). Este aumento puede estar reflejando incrementos en los costos marginales de captación en la medida en que los márgenes son muy estrechos para este tipo de créditos.

c. Evolución del mercado de deuda pública local durante 2006

Durante 2006 el mercado de deuda local interna presentó dos cambios con relación a su desarrollo en años precedentes. Por una parte, las tasas de interés del mercado concluyeron el proceso de ajuste iniciado desde sus orígenes en 1997 y, por otra, el mercado afianzó su correlación con la evolución del mercado

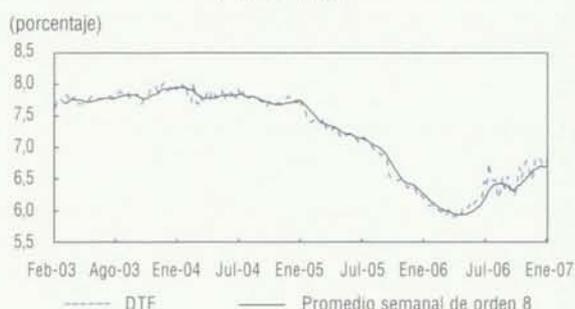
de los bonos del Tesoro americano y las percepciones de riesgo y liquidez global.

Desde la creación del mercado de TES en 1997 las tasas de los bonos presentaron una tendencia descendente, ajustando sus niveles con la evolución de la tasa de inflación, proceso que concluyó en marzo de 2006, cuando las tasas de los TES presentaron niveles históricos mínimos. Así, el plazo a un año alcanzó niveles cercanos a 6,5%, y los de diez años a 7,20%. Los buenos resultados del primer trimestre de 2006, que también se observaron en la valorización del índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC), fueron motivados por la confianza de los mercados internacionales sobre el desempeño de la economía estadounidense; la evolución de los precios internacionales de las materias primas y su incidencia en los resultados de las economías emergentes; la percepción de holgura en la liquidez global, y el

ingreso de nuevos inversionistas y mayores grados de apalancamiento y especulación en los mercados locales.

No obstante, entre marzo y junio los mercados internacionales corrigieron su percepción optimista sobre el comportamiento económico y la liquidez global, y esta sensación se vio reflejada en los mercados locales. En ese lapso, el IGBC presentó una desvalorización de 31,5%, y para finales de junio las tasas de los TES con plazo a diez años alcanzaron un nivel de 12,16%, el máximo de 2006 (gráficos 23 y 24). En efecto, durante este período la Reserva Federal de los Estados Unidos continuó

Gráfico 21
Tasas de interés
DTF nominal



DTF nominal y real (*)



(*) Deflactada con IPC.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 9
Tasas de interés activas (*)

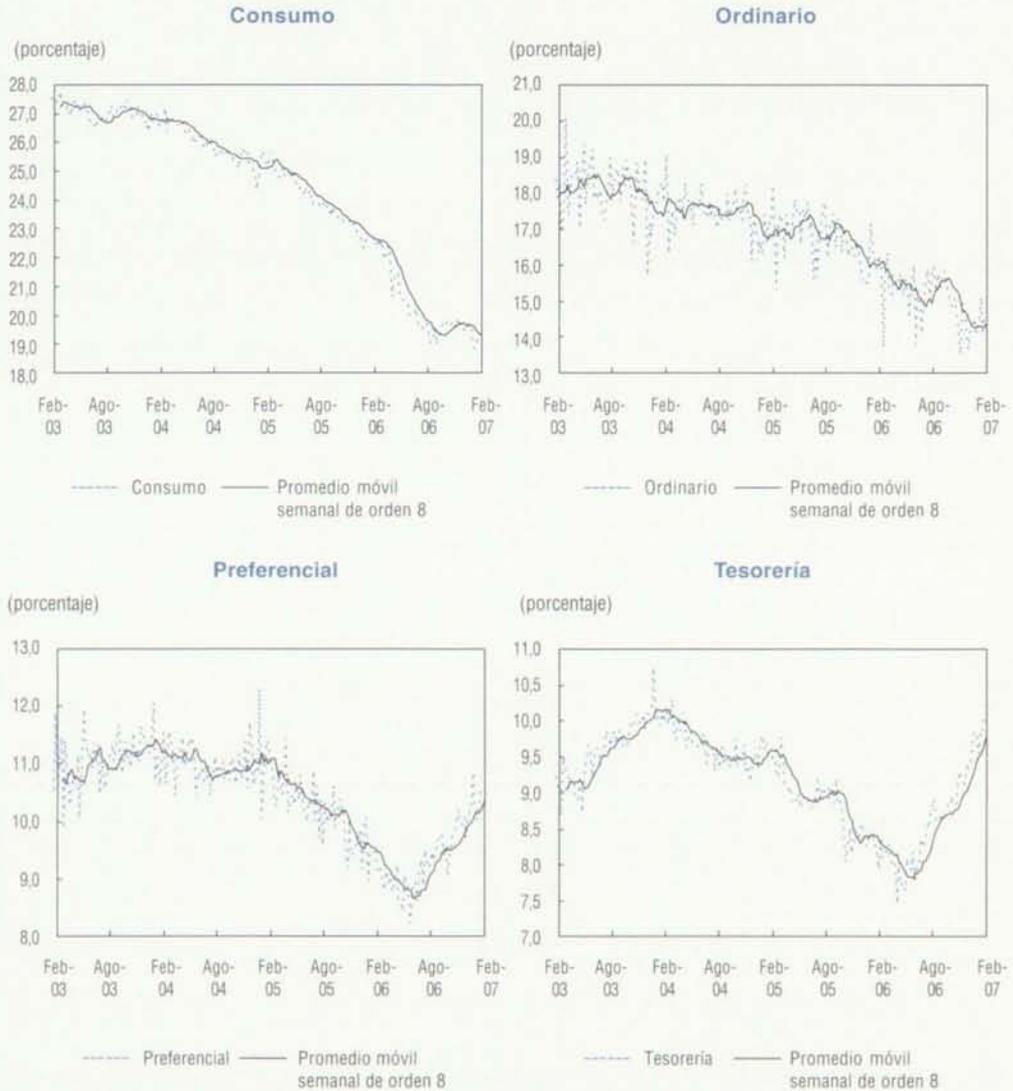
Año	Consumo		Ordinario		Preferencial		Tesorería	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
2000	33,5	22,7	20,4	10,7	18,6	9,1	16,0	6,6
2001	31,3	22,0	19,4	10,9	14,1	6,0	13,9	5,8
2002	27,0	18,7	17,1	9,5	10,9	3,7	9,0	1,9
2003	26,7	19,0	16,8	9,7	11,4	4,6	10,2	3,5
2004	24,9	18,4	16,7	10,6	11,3	5,5	9,5	3,8
2005	22,7	17,0	15,6	10,2	9,7	4,6	8,4	3,4
2006								
Enero	22,7	17,3	16,3	11,2	9,3	4,6	8,3	3,6
Febrero	22,5	17,6	15,3	10,6	9,1	4,8	8,1	3,8
Marzo	22,3	17,4	15,6	11,1	8,9	4,6	8,1	3,8
Abril	21,1	16,3	15,4	10,8	8,7	4,4	7,7	3,4
Mayo	20,5	15,8	15,3	10,8	8,6	4,4	8,0	3,8
Junio	20,1	15,5	14,5	10,1	8,9	4,7	8,0	3,9
Julio	19,6	14,7	15,4	10,6	9,2	4,7	8,4	3,9
Agosto	19,4	14,0	15,6	10,4	9,4	4,5	8,7	3,8
Septiembre	19,4	14,2	15,5	10,4	9,6	4,8	8,7	4,0
Octubre	19,7	14,9	14,9	10,2	9,5	5,1	8,9	4,5
Noviembre	19,7	14,8	14,3	9,6	10,0	5,5	9,2	4,7
Diciembre	19,6	14,4	14,2	9,3	10,2	5,5	9,6	4,9
2007								
Enero	19,2	13,8	14,5	9,3	10,4	5,4	9,8	4,9

(*) Promedio mensual ponderado por monto. Los datos anuales de 2000 a 2005 corresponden a diciembre.

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

Gráfico 22

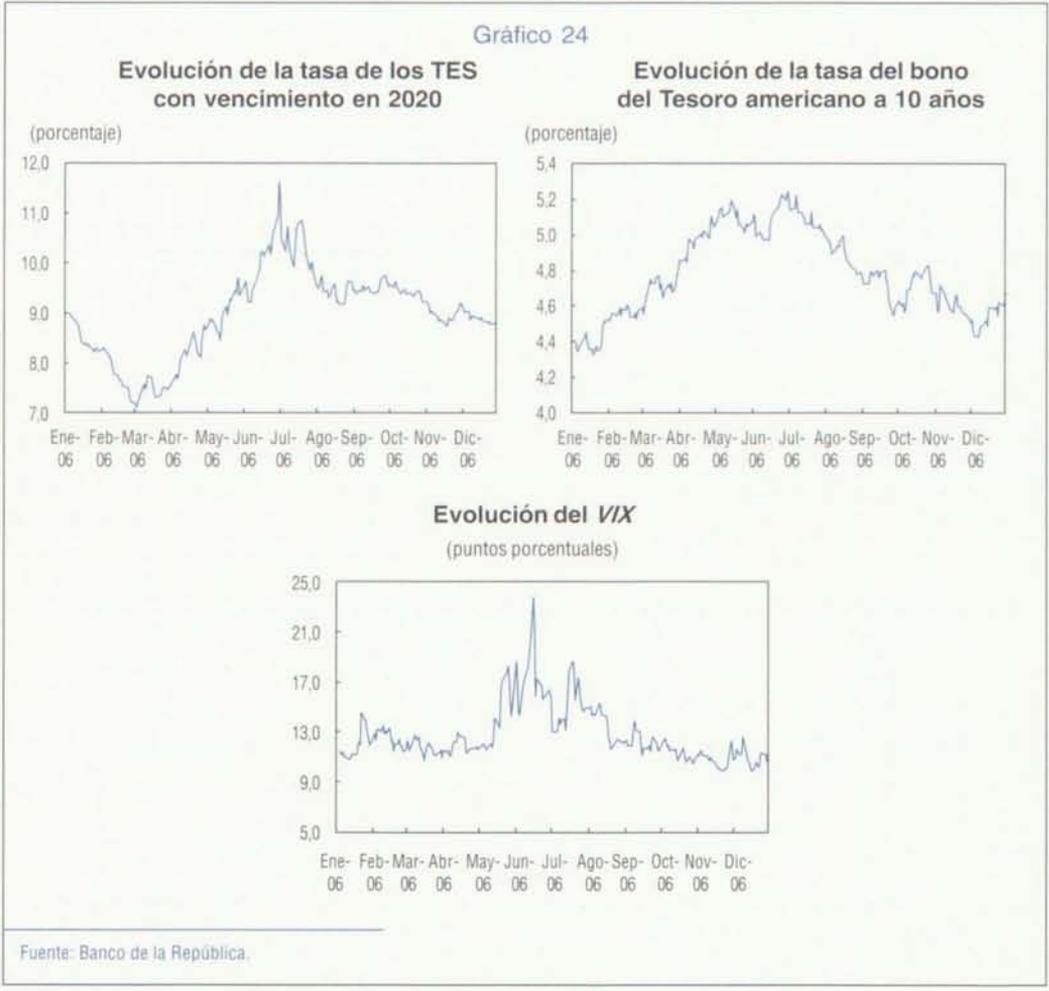
Tasas de interés de los créditos por destino económico



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

incrementando su tasa de referencia, por lo que las expectativas sobre la disminución en la liquidez global generaron nerviosismo en los mercados internacionales. Esta impresión se reforzó con el anuncio del Banco Central de Japón de incrementar sus tasas de interés y disminuir la liquidez, junto a las expectativas de decisiones similares por parte del Banco Central Europeo. Los inversionistas redujeron la exposición al riesgo global al liquidar sus inversiones en activos riesgosos, particularmente en los mercados emergentes, lo cual generó volatilidades en dichos mercados.

El segundo semestre de 2006 se caracterizó por la reducción y estabilización de las tasas de los TES, cerrando el año en niveles cercanos al 7,70% para los bonos de plazo a un año, y 8,80% para los de plazo a diez años. Los niveles de estabilización de las tasas durante este período fueron consistentes con los incrementos que realizó el Banco de la República en su tasa de intervención, por lo que las tasas de los TES no descendieron hasta los mínimos observados en el primer



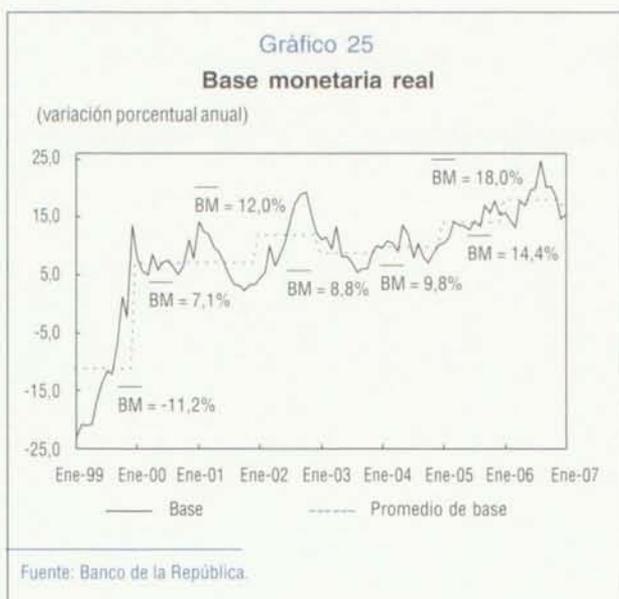
trimestre de 2006. La corrección de las tasas de los TES continuó reflejando las expectativas de los mercados internacionales sobre la evolución de la economía estadounidense y de las acciones de los bancos centrales del Japón y de Europa. La desaceleración de la economía estadounidense dio indicios al mercado sobre el final del ciclo alcista de la Fed y la percepción de riesgo global se redujo, fomentando el retorno de los inversionistas a los mercados emergentes, el cual fue brevemente interrumpido por los eventos políticos regionales de final de año en América Latina.

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

a. Base monetaria

En 2006 la base monetaria presentó una variación anual de 23,1% en promedio, lo que implicó un aumento de 18% en términos reales (Gráfico 25), el cual fue el más alto observado en los últimos ocho años, y que se explica por la mayor demanda por efectivo.

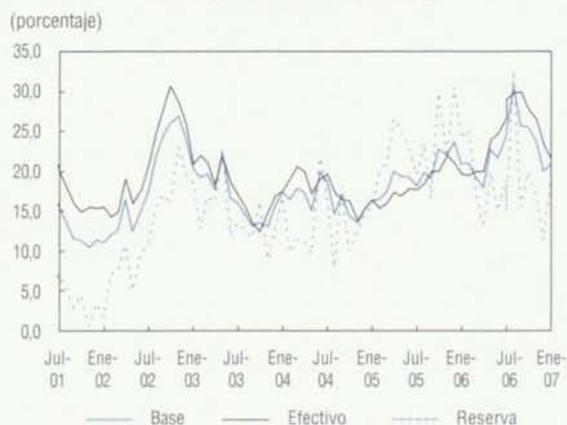
En efecto, durante 2006 el efectivo presentó un crecimiento anual promedio de 25,1% (19,9% en términos reales), mientras que la reserva bancaria aumentó en promedio 18,3% (13,5% en términos reales). Este crecimiento de la reserva es inferior al observado en el año anterior, como resultado tanto por el cambio en la composición de depósitos del sistema financiero hacia aquellos de más largo plazo, cuyo encaje es inferior, como por la decisión de las entidades financieras de manejar menores niveles de sobreencaje (Gráfico 26).



El Cuadro 10 muestra que, contrario a creencias de los analistas económicos, la expansión de la base monetaria en el año 2006 no se produjo por la intervención cambiaria del banco sino principalmente por las operaciones de repos de expansión (\$2.586 mm) y por la disminución de depósitos del Gobierno en el Banco de la República (\$1.968 mm). Las operaciones de intervención cambiaria del banco significaron una contracción

de la base monetaria de \$483 mm en 2006. Sin embargo, a febrero de 2007 la estrategia de intervención masiva en el mercado cambiario, anunciada por la JDBR el pasado 26 de enero, se refleja en su efecto sobre la base monetaria, razón por la cual el Banco adoptará para lo que resta del año una política de esterilización, en coordinación con el Gobierno, que incluye depósitos de la Tesorería General de la Nación y venta de TES, entre otros mecanismos.

Gráfico 26
Base monetaria y sus usos
(tasas de crecimiento anual
del promedio mensual)



Fuente: Banco de la República.

Cuadro 10
Fuentes de la base monetaria

(miles de millones de pesos)

	Variación anual			
	Dic-05	Dic-06	Ene-07	Feb-07
I. Gobierno	(2.637)	1.968	277	116
Traslado de utilidades ^{a/}	0	793	793	0
Pesos	0	793	793	0
Depósitos en el Banco de la República	(2.637)	1.175	(516)	116
II. TES regulación	897	(327)	(482)	(485)
Compras definitivas	5.230	463	633	633
Ventas definitivas	(4.000)	(261)	(434)	(434)
Vencimiento	(334)	(529)	(681)	(684)
III. Repos	1.539	2.586	2.339	2.170
Expansión ^{b/}	1.539	2.586	2.339	2.170
Contracción	0	0	0	0
IV. Divisas	3.239	(483)	2.080	3.785
Opciones de acumulación	0	1.397	1.398	1.398
Opciones de desacumulación	0	(2.315)	(2.315)	(2.315)
Intervención discrecional	10.758	2.702	3.902	4.702
Venta de divisas al Gobierno	(7.519)	(2.268)	(905)	0
V. Otros ^{c/}	506	483	587	616
Variación total de la base	3.543	4.227	4.801	6.203
Saldo de la base	22.805	27.032	25.544	26.493

a/ En 2005 y 2007 la totalidad de utilidades entregadas al Gobierno fueron en dólares: \$454 mm (US\$195.9 m) y \$1.186 mm (US\$533 m), respectivamente.

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

c/ Dentro de otros se encuentra el efecto monetario del P y G del Banco de la República, la recuperación de cartera, y las inversiones del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

b. Cartera de créditos

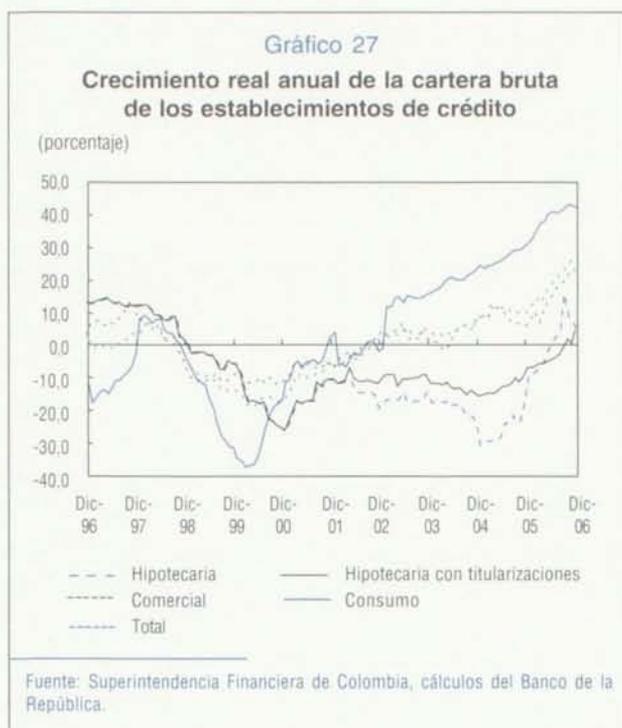
Como se ha mencionado en diferentes estudios, los recursos bancarios son la principal fuente de financiamiento de los hogares y una muy importante para fondos de las empresas. En particular, de las obligaciones de las empresas con terceros en 2005, aproximadamente el 50% fue crédito bancario⁷. Esta información la corroboran los resultados de una encuesta de Fedesarrollo, en donde consultó acerca de la estructura de financiamiento de las empresas y la situación actual del crédito interno. Entre otros temas, los empresarios encuestados respondieron que el 41,0% del financiamiento de sus empresas proviene del crédito bancario y el restante 59,0% es financiado con otras fuentes de recursos, como la retención de utilidades y proveedores.

Desde finales de 2005 el crecimiento de la cartera del sistema financiero se ha acentuado, y para diciembre de 2006 la cartera bruta de los establecimientos de crédito presentaba un crecimiento real de 26,5% anual, explicado, principalmente, por el comportamiento de la cartera de consumo y de la cartera comercial (Gráfico 27).

Se deben resaltar dos aspectos del comportamiento de la cartera del sistema financiero: i) la expansión de las actividades de intermediación estuvo parcialmente inducida por la liquidación de títulos por parte de los establecimientos de crédito, estimulada por la volatilidad de los mercados, y ii) el

vigoroso crecimiento de la cartera se ha dado en un contexto de mejoría en el indicador de calidad de las diferentes carteras, exceptuando la de consumo, y por altos niveles de cubrimiento. A continuación se analiza cada uno de estos puntos.

A lo largo de 2006 los establecimientos de crédito liquidaron cerca de \$6,2 b de sus inversiones negociables, lo



⁷ Jalil, M., «Algunos comentarios sobre la transmisión de la política monetaria y el canal de crédito», *Reportes del Emisor*, núm. 77, octubre de 2005; Zamudio N. y Martínez, J. «Estructura financiera de las empresas y los hogares, 2004-2005» *Banco de la República*, 2006 (mimeo).

cual liberó una cantidad importante de recursos que se destinaron a las actividades de intermediación tradicionales, por lo que a diciembre de 2006 la cartera bruta mostró un crecimiento real de 26,5% anual, explicado por el gran dinamismo de la cartera de consumo (42,5% anual) y de la comercial (22,9% anual) (Gráfico 27). Por su parte, la cartera hipotecaria presentó un aumento en términos reales de 6,1% anual, el menor cambio observado desde agosto de 2006; sin embargo, al analizar el comportamiento de este tipo de cartera se debe tener en cuenta el efecto de las titularizaciones⁸, pues esta es una de las razones de la desaceleración registrada en el último trimestre del año, ya que si se observan los desembolsos, estos crecieron a una tasa promedio de 113,1% real anual durante el último año.

c. Fuentes de financiamiento del sistema financiero

Es importante tener en cuenta para el análisis de cartera el comportamiento de otros agregados del sistema financiero, que permita comprender los cambios que se produjeron en el portafolio de los agentes bancarios.

Así, al examinar las principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito se encuentra que en 2006 se produjo un cambio importante en las fuentes de financiamiento. En particular, el crecimiento de la cartera fue sustentado tanto por la reducción de las inversiones por parte del sistema financiero, como por mayores pasivos sujetos a encaje (PSE) (cuadros 11 y 12). Las inversiones de los establecimientos de crédito se redujeron \$6,2 b durante 2006 como resultado, entre otras cosas, de la pérdida en el valor de mercado de las mismas y de la liquidación y vencimiento de TES por parte del sistema financiero (aproximadamente \$3,5 b en el año). Por su parte, los pasivos sujetos a encaje (PSE) aumentaron cerca de \$15,2 b durante este mismo período, lo que representó un crecimiento promedio anual de 15,2%, inferior al de 2005 (18,2% anual).

Esta estrategia de financiamiento del crédito a partir de la liquidación de las inversiones en TES por parte de las entidades financieras puede ser una explicación del comportamiento heterogéneo reciente de las tasas de interés⁹, ésto posiblemente le permitió a la banca fondear sus necesidades de crédito y de reservas, de forma tal que los bancos no tuvieron que ajustar sus tasas de interés de captación en la misma proporción que el ajuste de la tasa de intervención. Así mismo, la oferta de algunos tipos de crédito aumentó al

⁸ Durante 2006 se llevaron a cabo dos procesos de titularización, uno en octubre por \$796,6 mm y otro en diciembre por \$620,4 mm.

⁹ Entre abril y diciembre de 2006 la reacción de las tasas pasivas ha sido menor que el ajuste de la tasa de política; por su parte, la respuesta de las tasas activas ha sido más compleja. Las tasas de tesorería y las preferenciales subieron tanto o más que la de política, mientras que las de consumo y de tarjeta cayeron.

Cuadro 11

**Saldos de las principales cuentas del balance
de los establecimientos de crédito**

	Miles de millones de pesos			
	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06
Activo				
Posición propia contado ^{a/}	834	1.351	915	495
Reserva bancaria	5.669	5.345	6.404	6.955
Cartera neta (m/n)	62.043	70.084	77.013	82.221
Inversiones	45.121	40.340	36.088	36.890
Cartera de <i>leasing</i> (m/n)	5.869	6.369	7.064	7.857
Otros netos	(17.853)	(14.625)	(16.163)	(16.367)
Total	101.683	108.864	111.322	118.050
Pasivo				
Omas activas	5.935	6.909	6.745	6.636
PSE	95.748	101.955	104.577	111.414
Total	101.683	108.864	111.322	118.050
Ítem de memorando				
Tes B sistema financiero valor nominal	21.734	20.250	17.063	17.449
Tes B sistema financiero valor nominal + cartera	89.646	96.703	101.141	107.526
Inversiones + cartera	113.033	116.794	120.165	126.967

a/ Corresponde a la PPC de los IMC. Incluye entonces los comisionistas de bolsa considerados IMC.
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 12

**Variación porcentual anual de las principales cuentas del balance
de los establecimientos de crédito**

	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06
Activo				
Posición propia contado ^{a/}	(39,7)	(32,5)	(44,4)	(68,3)
Reserva bancaria	14,1	(2,7)	37,5	7,1
Cartera neta (m/n)	15,6	23,6	35,0	36,7
Inversiones	26,5	5,1	(8,8)	(14,4)
Cartera de <i>leasing</i> (m/n)	41,8	42,5	48,6	45,7
Otros netos	36,0	(3,6)	9,8	0,1
Total	17,2	18,6	19,9	17,7
Pasivo				
Omas activas	525,9	89,8	270,0	63,8
PSE	11,6	15,6	14,9	15,8
Total	17,2	18,6	19,9	17,7
Ítem de memorando				
Tes B sistema financiero valor nominal	27,1	9,0	(14,0)	(16,7)
Tes B sistema financiero valor nominal + cartera	19,7	21,3	23,9	24,4
Inversiones + cartera	20,9	17,3	18,6	16,9

a/ Corresponde a la PPC de los IMC. Incluye entonces los comisionistas de bolsa considerados IMC.
Fuente: Banco de la República.

rebalancearse el portafolio activo de los bancos en contra de los TES, produciéndose una reducción en algunas tasas de interés activas (consumo, comercial y tarjetas de crédito). Este comportamiento de las tasas de mercado puede estar reflejando la hipótesis de que la transmisión de la tasa de política a las tasas de interés bancarias no es *uno a uno*, ya que depende tanto del comportamiento de los bancos como de las condiciones prevalecientes en los mercados de crédito y de depósitos,

que a su vez son afectados por diversos factores macroeconómicos, como se argumenta en Betancourt, Vargas y Rodríguez (2006)¹⁰.

El aumento de los PSE, sumado al comportamiento del efectivo, se reflejó en un crecimiento del M3 de 16,7% en promedio durante 2006 (11,7% en términos reales), similar al de 2005 (16,9%) (Gráfico 28). Los ahorros, que representan cerca del 45% de los PSE, redujeron su tasa de crecimiento anual promedio de 30,0% en 2005 a 22,3% en 2006 (Cuadro 13); por su parte, los CDT, cuya participación dentro de los PSE es aproximadamente el 30%, mostraron variaciones anuales cercanas al 10% en promedio durante el año.

B. Calidad de los activos del sistema financiero

En la presente sección se analizan los indicadores de calidad y cubrimiento de la cartera, así como los de rentabilidad del sistema financiero; además, se presentan los resultados generales de algunos ejercicios de los riesgos de crédito, de liquidez y de mercado.

1. Indicadores de calidad y de cubrimiento de la cartera

En 2006 el crecimiento de la cartera bruta estuvo acompañado por buenos niveles en el índice de calidad (IC) de cartera (medido como la razón cartera vencida a cartera bruta), el cual se estabilizó en un nivel cercano a 3,0%;



¹⁰ Betancourt, R.; Vargas, H. y Rodríguez, N., «Interest Rate Pass-Through in Colombia: A Micro-Banking Perspective», Borradores de Economía, núm. 407, Banco de la República, octubre, 2006.

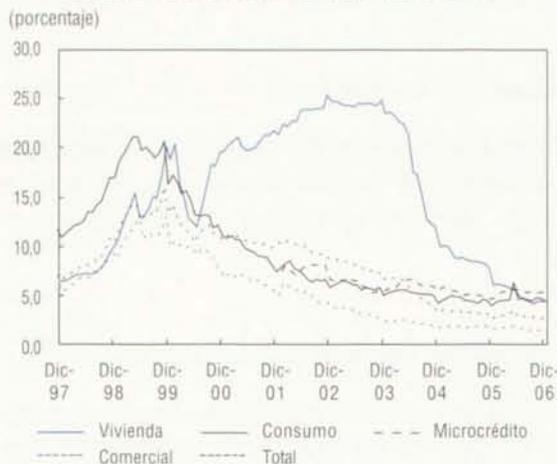
Cuadro 13
Composición del agregado amplio M3
(miles de millones de pesos)

	Saldos a diciembre			Crecimiento (%) promedio 2006
	2005	2006	Var. anual (%)	
M3 privado	91.598	109.168	19,2	18,8
Efectivo	16.397	20.136	22,8	25,2
PSE	75.200	89.032	18,4	17,6
Cuentas corrientes	12.474	14.823	18,8	23,1
CDT	26.855	31.018	15,5	10,0
Ahorro (*)	30.861	37.940	22,9	25,8
Otros	5.011	5.251	4,8	2,5
M3 público	20.998	22.408	6,7	8,3
Cuentas corrientes	5.510	5.779	4,9	5,4
CDT	2.179	1.728	(20,7)	6,8
Ahorro	9.834	10.823	10,1	13,2
Repos. TGN	-	-	-	-
Otros	3.475	4.079	17,4	23,2
M3 público sin repos	20.998	22.408	6,7	12,1
M3 total	112.596	131.576	16,9	16,7
Efectivo	16.397	20.136	22,8	25,2
PSE	96.198	111.441	15,8	15,4
Cuentas corrientes	17.984	20.602	14,6	17,5
CDT	29.034	32.746	12,8	9,7
Ahorro	40.694	48.763	19,8	22,3
Repos. TGN	-	-	-	-
Otros	8.486	9.330	9,9	10,3

(*) No incluye los depósitos de la Caja de Vivienda Militar creada en julio de 2006.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 29
Calidad de cartera por tipo de crédito ^{a/}



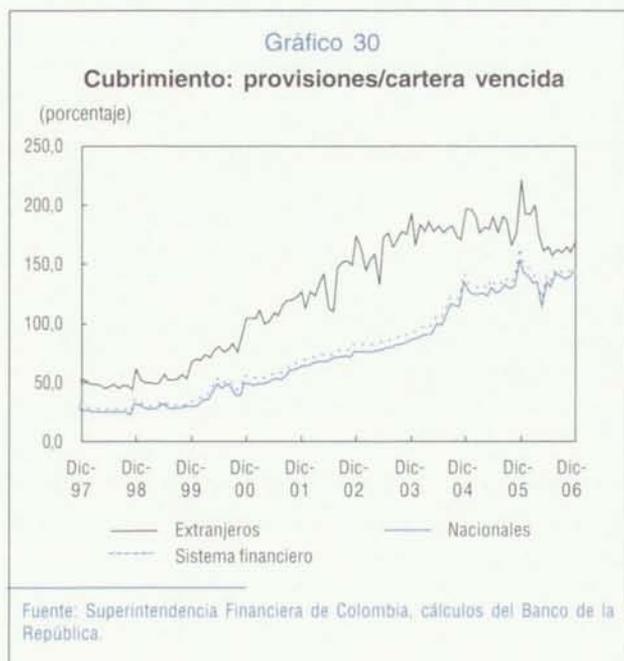
a/ El índice de calidad de cartera se calcula como la cartera vencida sobre la cartera bruta.

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

sin embargo, el IC de la cartera de consumo mostró un deterioro a mediados de 2006, al pasar de 3,9% en diciembre de 2005 a 4,5% a finales de 2006 (Gráfico 29).

Por otra parte, el indicador de cubrimiento de la cartera (provisiones/cartera vencida), se redujo en lo corrido del año de 163% en diciembre de 2005 a 149,9% en el mismo mes de 2006. No obstante, continúa en niveles históricamente altos e inclusive superiores al promedio de los últimos cinco años (109,3%) (Gráfico 30).

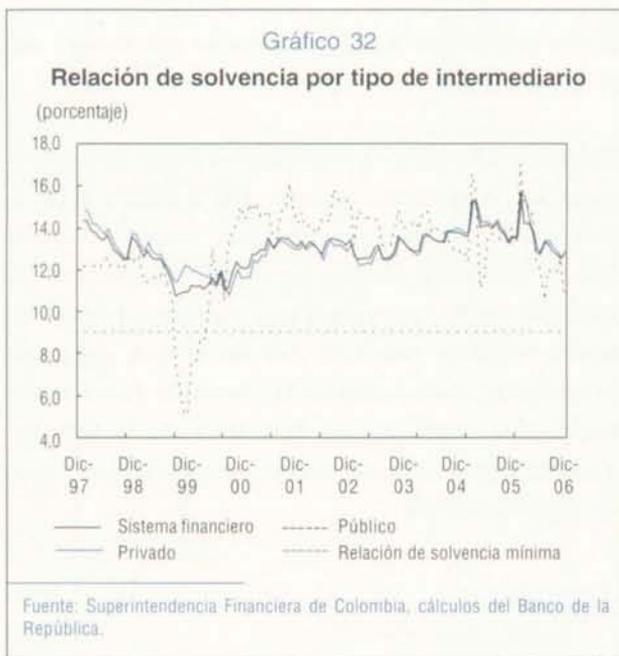
En resumen, el comportamiento de la cartera del sistema financiero ha estado determinado principalmente por el crecimiento del crédito de consumo y el comercial. Como se menciona más adelante, dicha expansión se ha dado en un contexto de buenos indicadores de calidad de cartera frente a su promedio histórico, y de altos niveles de cubrimiento, lo cual es favorable en términos de reducir las vulnerabilidades del sistema. Sin embargo, el deterioro actual de la calidad de la cartera de consumo hace necesario mantener un monitoreo cuidadoso de estas tendencias.



Típicamente, en períodos de amplio dinamismo y crecimiento de la cartera los indicadores de calidad mejoran en la medida en que los agentes bancarios pueden hacer fácilmente *roll over* a la cartera vencida, con lo cual la cartera mala se demora en aparecer. Por esta razón, un mejor indicador de cubrimiento de la cartera es aquel que mide las provisiones sobre el total de la cartera y no únicamente sobre la cartera vencida. Así las cosas, siempre habrá un valor mínimo de provisiones, independiente de que haya o no cartera vencida. Este planteamiento está implícito en la lógica de la Resolución de la Superintendencia Financiera sobre provisiones contracíclicas, que actualmente se está preparando (Recuadro 4).

2. Indicadores de rentabilidad

El indicador de rentabilidad del sistema financiero sufrió una leve caída al cierre de 2006, al pasar de 2,8% en diciembre de 2005 a 2,5%, lo cual se debió a los menores ingresos percibidos por concepto de desvalorización de las inversiones, y a la reducción de las tasas de colocación del crédito (Gráfico 31). Las inversiones representaron el 16,4% del total de ingresos financieros del sistema, 8,7 pp menos de lo alcanzado en el mismo mes del año anterior; no obstante, cabe resaltar que la rentabilidad del sistema se encuentra en niveles históricamente altos.



Para analizar la solidez patrimonial de los establecimientos de crédito se utiliza la relación de solvencia para el conjunto del sistema financiero¹¹. A diciembre de 2006 el indicador se ubicó en 12,8%, unos 70 pb por debajo de lo reportado en el mismo mes de 2005. A pesar de esta disminución, producto del incremento en los activos ponderados por riesgo dado el crecimiento de la cartera, el nivel se mantiene más de 3 pp por encima del mínimo regulatorio (9%), lo cual significa que la expansión de las actividades de intermediación financiera no se encuentra restringida por los niveles de capital. Es importante resaltar que esto es normal que ocurra en fases de auge de la economía, pero ello no impide que se deba hacer un seguimiento cuidadoso del indicador (Gráfico 32).

3. Análisis de los principales indicadores de riesgo

Los ejercicios llevados a cabo recientemente por la Subgerencia Monetaria y de Reser-

vas¹² concluyen que el riesgo de mercado continúa siendo la principal amenaza a la estabilidad del sistema financiero, en tanto que los riesgos de liquidez y de crédito permanecen en niveles bajos. Sin embargo, se resalta la menor

¹¹ La relación de solvencia es la razón patrimonio técnico sobre activos ponderados por riesgo (incluyendo riesgo de mercado).

¹² Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República.

exposición de los establecimientos de crédito en el segundo semestre de 2006, lo que ha reducido sus pérdidas potenciales.

Por su parte, los riesgos de crédito y de liquidez, a pesar de presentar niveles favorables, han mostrado una leve tendencia al alza en los últimos meses del año, como resultado del impetuoso crecimiento de la cartera de consumo. Lo anterior incrementa la exposición de los establecimientos al riesgo de crédito, al enfrentarse a deudores potencialmente con menor capacidad de pago; adicionalmente, aumenta la exposición al riesgo de liquidez al disminuir los activos líquidos con que cuentan las entidades para enfrentar eventuales retiros de depósitos.

RECUADRO 4

PROVISIONES CONTRACÍCLICAS PARA EL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO

La estrecha relación existente entre el desempeño del sistema financiero y el del sector real se manifiesta en la prociclicidad del mercado de crédito¹. En periodos de expansión económica esto se refleja en crecimientos altos en la cartera de créditos, un entorno optimista donde suelen presentarse precios altos en los activos y el relajamiento en las políticas de otorgamiento del crédito. A medida en que se deterioran los indicadores y la capacidad de pago de los deudores, se materializan los riesgos adquiridos en la fase expansiva. En Colombia el comportamiento histórico de las provisiones de cartera de las entidades financieras ha mostrado ciclos de bajas provisiones, acordes con un favorable comportamiento económico, seguido por fuertes provisiones cuando se revierte el ciclo económico, propiciando el debilitamiento del estado de pérdidas y ganancias (P y G) y el quebranto patrimonial de algunas entidades (Gráfico R4). El objetivo de las provisiones contracíclicas es mantener un nivel de provisiones de P y G a cartera estable a lo largo del ciclo crediticio, evitando el alto nivel registrado para esta relación durante la fase recesiva del ciclo y el bajo nivel de la parte expansiva.

La Superintendencia Financiera de Colombia propone aplicar un esquema de provisiones contracíclicas con base en el modelo implementado en España en el año 2000². La provisión contracíclica se calcula como la diferencia entre las provisiones específicas del período y

¹ Para una explicación más amplia acerca de la naturaleza procíclica del crédito y la aplicación del sistema de provisiones contracíclicas, véase Martínez, Pineda y Salamanca (2005).

² A este respecto hay un proyecto, a manera de circular reglamentaria, en la página electrónica de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico R4.1
**Prociclicidad en el mercado
colombiano de crédito**



Fuente: Banco de la República.

las de largo plazo³; de esta forma, cuando el nivel de provisiones específicas a cartera es menor al promedio histórico (lo que usualmente ocurre en la parte expansiva del ciclo o auge económico), la provisión contracíclica será positiva y se acumulará a un fondo que se establece en el balance de la entidad. Cuando las provisiones específicas tienden a ser mayores a las históricas, se

desacumula de este fondo del balance (provisiones contracíclicas negativas).

Las provisiones anticíclicas desestimulan indirectamente el crecimiento de la cartera; sin embargo, también es posible incorporar dentro del modelo el objetivo explícito de estabilización del crecimiento del crédito. Este objetivo también es deseable en la medida en que los crecimientos atípicos del crédito preceden las fases descendentes del ciclo crediticio (Borio y Lowe, 2002). La reducción temprana de altos crecimientos en el crédito previenen deterioros posteriores en la calidad de la cartera, la rentabilidad y la estabilidad del sistema financiero. Desde este esquema las entidades acumulan provisiones contracíclicas adicionales en forma proporcional a la diferencia entre el crecimiento observado en cartera y su crecimiento promedio histórico. Al incluir un desestímulo directo al crecimiento del crédito en el modelo de provisiones contracíclicas, se acelera el nivel de provisiones requeridas a las entidades con crecimientos rápidos en su cartera; por tanto, las entidades con crecimientos rápidos en cartera deberán llenar el fondo contracíclico de una manera más rápida que el resto. Esta propuesta combina las ventajas del sistema de provisiones contracíclicas con la estabilización en el crecimiento del crédito, dos objetivos consistentes con la estabilidad del sistema financiero.

El modelo de provisiones contracíclicas propuesto retiene utilidades en la fase expansiva del ciclo y permite la utilización de estos fondos en la parte recesiva; al final, el valor neto

³ Cuando se habla de provisiones específicas nos estamos refiriendo a las provisiones específicas netas de recuperación, no a las voluntarias, del P y G, a menos que se especifique otra cosa.

de las provisiones contracíclicas será cero, y el gasto en provisiones específicas como porcentaje de la cartera a lo largo del ciclo será estable. Incluyendo un componente que desestime el rápido crecimiento en cartera, las entidades con crecimientos acelerados en el crédito deberán constituir más rápidamente el fondo contracíclico. Al reducir la prociclicidad en las utilidades, y dando estabilidad al crecimiento del crédito de la entidad, se brinda mayor estabilidad al sistema financiero (propiedad deseable para el regulador) y menor incertidumbre con respecto a los dividendos o rentabilidad futura (deseable para el accionista).

VI. COMPORTAMIENTO DE LA BALANZA DE PAGOS EN 2006 Y PERSPECTIVAS PARA 2007

A. Balanza de pagos 2006

De acuerdo con cifras preliminares, en 2006 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue de US\$2.850 m, valor equivalente a 2,1% del PIB, y superior al registrado en 2005 (1,5% del PIB¹³) (Cuadro 14). Esta ampliación del déficit obedeció, principalmente, a que el superávit comercial fue inferior en cerca de 1,0 pp del PIB al del año anterior. Otro rubro de la cuenta corriente que contribuyó al aumento del déficit, aunque en menor proporción, fue el creciente pago neto de renta de factores, asociado con la remisión de utilidades de las empresas con inversión extranjera directa en 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, que se han constituido en la segunda fuente de ingresos corrientes de la balanza de pagos del país, representando 3,7% del PIB en 2006.

A continuación se presenta un análisis detallado de los diferentes componentes de la balanza de pagos en 2006 y sus perspectivas en 2007.

1. Cuenta corriente

Según cifras preliminares, en 2006 el déficit en cuenta corriente subió en US\$964 m con respecto al del año 2005, a pesar del aumento de US\$637 m en los ingresos netos de las transferencias corrientes. Tal deterioro se originó, principalmente, en un menor superávit comercial, que pasó de

¹³ A la fecha de presentación de este *Informe* no se disponía de las cifras definitivas de la balanza de pagos para el cierre de 2006.

Cuadro 14
Balanza de pagos de Colombia (resumen)

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB			Diferencia 2006-2005 millones de dólares
	2004	2005 (pr)	2006 (e)	2004	2005 (pr)	2006 (e)	
I. Cuenta corriente	(908)	(1.886)	(2.850)	(0,9)	(1,5)	(2,1)	(964,0)
Ingresos	24.144	29.811	35.187	24,6	24,2	26,1	5.375,7
Egresos	25.052	31.698	38.038	25,5	25,8	28,2	6.339,7
A. Bienes y servicios no factoriales	(334)	(507)	(1.717)	(0,3)	(0,4)	(1,3)	(1.210,5)
1. Bienes	1.346	1.595	325	1,4	1,3	0,2	(1.270,5)
Exportaciones	17.224	21.729	25.181	17,6	17,7	18,7	3.451,2
Importaciones	15.878	20.134	24.856	16,2	16,4	18,4	4.721,8
2. Servicios no factoriales	(1.680)	(2.102)	(2.042)	(1,7)	(1,7)	(1,5)	60,0
Exportaciones	2.255	2.664	3.436	2,3	2,2	2,5	772,2
Importaciones	3.935	4.766	5.478	4,0	3,9	4,1	712,2
B. Renta de los factores	(4.299)	(5.462)	(5.852)	(4,4)	(4,4)	(4,3)	(390,1)
Ingresos	671	1.076	1.534	0,7	0,9	1,1	457,6
Egresos	4.970	6.538	7.385	5,1	5,3	5,5	847,7
C. Transferencias corrientes	3.724	4.082	4.719	3,8	3,3	3,5	636,6
Ingresos	3.994	4.342	5.037	4,1	3,5	3,7	694,7
Remesas de trabajadores	3.170	3.314	3.885	3,2	2,7	2,9	571,3
Otros	824	457	1.152	0,8	0,4	0,9	694,7
Egresos	270	260	318	0,3	0,2	0,2	58,0
II. Cuenta de capital y financiera	3.204	3.151	2.667	3,3	2,6	2,0	(483,9)
1. Flujos financieros de largo plazo	2.435	4.276	6.472	2,5	3,5	4,8	2.196,5
i. Inversión directa colombiana en el exterior	2.941	5.593	5.198	3,0	4,5	3,9	(395,4)
ii. Préstamos ^{a/}	(380)	(1.297)	1.395	(0,4)	(1,1)	1,0	2.691,6
iii. Arrendamiento financiero	(76)	28	(73)	(0,1)	0,0	(0,1)	(100,8)
iv. Otros movimientos de largo plazo	(51)	(48)	(47)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	1,1
2. Flujos financieros de corto plazo	770	(1.125)	(3.805)	0,8	(0,9)	(2,8)	(2.680,4)
III. Errores y omisiones netos	245	464	204	0,2	0,4	0,2	(260,4)
IV. Variación de reservas internacionales brutas ^{b/}	2.541	1.729	23	2,6	1,4	0,0	(1.706,1)
V. Saldo de reservas internacionales brutas	13.540	14.957	15.440	13,8	12,2	11,4	
Meses de importación de bienes	10	9	7				
Meses de importación de bienes y servicios	8	7	6				
PIB nominal en millones de dólares	98.059	123.085	134.969				
VI. Variación de reservas internacionales netas	2.543	1.723	23				(1.700,7)

(pr) Preliminar.
(e) Estimado.
a/ Incluye inversión de cartera, préstamos directos y crédito comercial.
b/ Según metodología de la balanza de pagos.
Fuente: Banco de la República.

US\$1.595 m en 2005 a US\$325 en 2006, y en los mayores egresos netos de renta de factores, que aumentaron en US\$390 m.

El menor superávit comercial de bienes¹⁴ fue el resultado del significativo aumento de las importaciones, por US\$4.722 m (crecimiento de 23,5%), que no alcanzó a ser compensado con los ingresos por exportaciones de bienes, superiores a los de 2005 en US\$3.451 m (crecimiento de 15,9%).

En los años recientes las exportaciones colombianas se vieron favorecidas por los buenos precios internacionales de nuestros productos básicos de exportación, el buen desempeño de la economía mundial y la mayor especialización de las exportaciones en sectores industriales, lo cual ha contribuido a la generación de balances superavitarios en la cuenta de bienes. Si bien en 2006 el crecimiento de las exportaciones totales fue notorio (15,1%), éste fue inferior al de los dos años anteriores (27,1% en 2004 y 26,6% en 2005), debido, en parte, al leve deterioro en los términos de intercambio (Gráfico 33) y el menor ritmo de crecimiento de la economía de los Estados Unidos.

En el Cuadro 15 se muestra que las ventas al exterior de productos tradicionales aumentaron 13,9% anual. Se destaca la dinámica del petróleo y sus derivados, seguida por la del ferróniquel y el carbón. En conjunto, estos rubros se beneficiaron de los buenos precios internacionales. En términos de cantidades, aumentaron los volúmenes enviados de carbón y ferróniquel, mientras que los de crudo y café se redujeron frente a 2005. Por otra parte, en 2006 el crecimiento anual de las exportaciones no tradicionales fue de 16,2%, como resultado principalmente, del empuje de productos del sector industrial.

Presentadas por destino las exportaciones totales, se advierte que en 2006 Venezuela, los Estados Unidos y Ecuador continúan consolidándose como los principales socios comerciales del país (Cuadro 16); sin embargo, vale la pena resaltar que



¹⁴ Considera las exportaciones e importaciones de bienes por operaciones especiales de comercio.

Cuadro 15
Exportaciones según principales productos y sectores económicos ^{a/}

	Millones de dólares		Variación		Contribución al crecimiento	
	2005	2006 (pr)	Absoluta ^{b/}	Porcentaje	Puntos porcentuales	Porcentaje
Exportaciones tradicionales	10.366	11.809	1.444	13,9	6,8	45,1
Café	1.471	1.461	(9)	(0,6)	(0,0)	(0,3)
Petróleo y sus derivados	5.559	6.328	769	13,8	3,6	24,0
Carbón	2.598	2.913	315	12,1	1,5	9,8
Ferroniquel	738	1.107	369	50,1	1,7	11,5
Exportaciones no tradicionales ^{c/}	10.825	12.581	1.757	16,2	8,3	54,9
Oro no monetario	517	281	(236)	(45,6)	(1,1)	(7,4)
Esmeraldas	72	90	18	24,7	0,1	0,6
Resto	10.236	12.210	1.974	19,3	9,3	61,7
Sector agropecuario	1.970	2.157	187	9,5	0,9	5,8
Sector industrial	7.889	9.237	1.348	17,1	6,4	42,1
Sector minero	378	817	440	116,5	2,1	13,7
Total exportaciones	21.191	24.391	3.200	15,1	15,1	100,0

(pr) Preliminar.
a/ No incluye exportaciones por operaciones especiales de comercio.
b/ En millones de dólares.
c/ No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras; incluye ajustes de balanza de pagos.
Fuente: DIAN, DANE y Banco de la República.

durante el año se desaceleraron las exportaciones de productos no tradicionales industriales hacia los Estados Unidos.

Los ingresos recibidos por productos industriales no tradicionales a los Estados Unidos ascendieron a US\$1.818 m, de los cuales el sector de las confecciones participa con el 24,7%; industria de metales comunes con el 15,1%; minerales no metálicos con el 12,6%; industria química con el 12,1% y alimentos, bebidas y tabaco con el 11,2%, entre otros (Cuadro 17). Los crecimientos anuales al mes de marzo de 2006 para cada uno de los componentes de las exportaciones no tradicionales industriales registraron tasas positivas, con excepción de confecciones, lo que condujo a un aumento del 11,2% de dichas exportaciones; en tanto que al mes de diciembre tales crecimientos fueron inferiores, registrando una tasa anual de tan solo 5%. Este fenómeno, que pudo originarse, entre otros factores, en la desaceleración del PIB de los Estados Unidos en lo corrido del año, fue común en varios países latinoamericanos, entre ellos, Argentina, Perú, Ecuador; por el contrario, países como Chile, China, México y Costa Rica por lo menos mantuvieron el ritmo de crecimiento de sus exportaciones a ese país (Cuadro 18).

Por otra parte, en lo que respecta a las importaciones totales, el 41% de su crecimiento en 2006 se explica por las compras de bienes intermedios, las

Cuadro 16
Exportaciones de bienes no tradicionales de Colombia,
por país de destino (pr)
2006

Crecimiento porcentual anual del valor en dólares									
	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	China	Resto	Total
Total	12,4	12,1	28,8	(1,3)	16,6	(2,0)	91,2	25,2	15,1
Tradicionales	20,0	(74,0)	(48,6)	(44,9)	21,7	(7,6)	(42,2)	15,3	13,9
No tradicionales	(0,4)	20,3	29,4	14,3	6,1	27,2	164,6	35,3	16,2
Sector agropecuario	3,9	37,0	37,7	(2,1)	6,8	12,9	(46,1)	2,6	9,5
Sector industrial	5,0	20,7	28,2	14,4	12,8	16,0	n.a.	16,6	17,1
Alimentos, bebidas y tabaco	8,0	18,0	22,2	67,0	(12,8)	11,2	(47,5)	8,7	12,2
Hilados y tejidos	(30,5)	(0,5)	3,6	23,5	(18,5)	0,0	14,3	26,5	4,5
Confecciones	(11,3)	36,9	44,9	34,6	20,7	90,6	(100,0)	(3,6)	6,4
Productos plásticos y de caucho	3,7	22,4	39,9	21,3	57,2	0,0	n.a.	25,0	21,6
Cuero y sus manufacturas	(3,5)	38,4	56,4	3,7	32,3	34,3	25,7	22,5	19,4
Madera y sus manufacturas	(7,8)	45,5	55,8	32,3	(8,0)	(12,5)	n.a.	21,9	19,7
Artes gráficas y editoriales	(3,6)	19,3	31,8	(0,5)	34,9	1,0	(55,9)	27,2	16,0
Industria química	8,7	19,9	28,1	(1,2)	28,0	(9,0)	(28,9)	15,2	14,0
Minerales no metálicos	11,4	42,3	55,9	17,7	7,3	66,7	n.a.	31,7	22,8
Industria de metales comunes	21,0	14,3	14,8	55,4	92,0	91,3	n.a.	29,7	42,6
Maquinaria y equipo	16,6	32,0	39,6	(12,9)	75,5	n.a.	n.a.	17,6	23,6
Material de transporte	40,3	15,6	20,5	(76,4)	62,5	n.a.	(57,1)	26,0	15,8
Aparatos de óptica, cine y otros	68,1	13,8	29,5	21,0	5,1	(44,2)	n.a.	(24,1)	15,9
Otras industrias	19,3	21,9	28,8	3,3	58,4	96,9	n.a.	15,4	19,3
Sector minero ^{a/}	(24,2)	(15,4)	6,7	15,6	(39,7)	68,9	n.a.	n.a.	22,9
Valor de las exportaciones enero-diciembre de 2006 (millones de dólares)									
	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	China	Resto	Total
Total	9.947,7	4.689,4	2.701,7	1.090,2	3.147,8	323,7	452,4	4.739,6	24.390,8
Tradicionales	6.659,4	94,8	8,8	160,6	2.218,8	255,2	216,3	2.204,5	11.809,5
No tradicionales	3.288,3	4.594,6	2.693,0	929,6	929,0	68,5	236,2	2.535,1	12.581,3
Sector agropecuario	1.037,0	407,2	399,3	3,7	487,4	22,3	0,4	198,5	2.156,5
Sector industrial	1.817,6	4.041,8	2.283,2	924,4	405,9	25,1	235,7	1.786,2	9.236,7
Sector minero ^{a/}	433,8	145,6	10,5	1,5	35,8	21,1	0,0	550,4	1.188,1
Contribución en puntos porcentuales al crecimiento									
	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	China	Resto	Total
Total	5,2	2,4	2,9	(0,1)	2,1	(0,0)	1,0	4,5	15,1
Tradicionales	5,2	(1,3)	(0,0)	(0,6)	1,9	(0,1)	0,3	1,4	6,8
No tradicionales	(0,1)	3,7	2,9	0,5	0,3	0,1	0,7	3,1	8,3
Sector agropecuario	0,2	0,5	0,5	(0,0)	0,1	0,0	(0,0)	0,0	0,9
Sector industrial	0,4	3,3	2,4	0,5	0,2	0,0	0,7	1,2	6,4
Sector minero ^{a/}	(0,7)	(0,1)	0,0	0,0	(0,1)	0,0	0,0	1,9	1,0

(n.a.) No aplica.

(pr) Preliminar.

a/ Incluye oro y esmeraldas.

Fuente: DANE y Banco de la República.

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

	Millones de dólares	Porcentaje de participación	Porcentaje		
			Mar-06 (a)	Dic-06 (b)	Cambio (b - a)
Material de transporte	63	3,4	108,8	40,2	(68,5)
Aparatos de óptica, cine u otros	15	0,8	114,5	68,2	(46,3)
Industria química	219	12,1	42,8	8,7	(34,1)
Industria de metales comunes	275	15,1	53,7	21,0	(32,7)
Hilados y tejidos	13	0,7	(1,4)	(30,4)	(29,0)
Artes gráficas y editorial	60	3,3	15,8	(3,6)	(19,4)
Cuero y sus manufacturas	52	2,9	14,9	(3,5)	(18,4)
Productos plásticos y de caucho	19	1,1	14,6	3,5	(11,1)
Madera y sus manufacturas	28	1,5	(0,2)	(7,7)	(7,6)
Maquinaria y equipo	146	8,0	19,5	16,6	(2,9)
Minerales no metálicos	230	12,6	13,9	11,4	(2,6)
Alimentos, bebidas y tabaco	203	11,2	4,4	8,1	3,6
Confecciones	450	24,7	(15,0)	(11,3)	3,6
Otras industrias	45	2,5	9,9	19,3	9,4
Total	1.818	100,0	11,2	5,0	(6,2)

Fuente: DANE, cálculos de Fedesarrollo.

Cuadro 18
Tasa de crecimiento de las exportaciones a los Estados Unidos por país de origen
(percentaje)

Pais	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Canadá	13,5	15,5	(5,3)	(2,9)	6,4	14,1	12,5	5,4
China	15,1	22,2	2,5	22,3	21,5	29,4	23,7	18,3
México	17,2	23,6	(3,1)	2,8	2,3	12,9	9,2	16,5
Filipinas	4,2	12,6	(18,9)	(2,9)	(8,5)	(9,0)	1,0	5,0
Chile	20,6	15,4	0,7	8,5	11,9	25,8	34,7	41,6
Colombia	32,4	13,6	(15,8)	(4,3)	17,9	16,0	19,2	5,4
Ecuador	4,4	22,4	(12,9)	7,1	27,2	55,4	40,4	19,4
Perú	(2,8)	6,1	(9,1)	8,2	23,7	52,5	39,0	15,1
República Dominicana	(3,8)	2,4	(4,4)	(0,5)	6,9	1,7	1,6	(1,4)
Argentina	14,7	20,4	(4,3)	8,4	(3,6)	21,9	23,2	(15,6)
Costa Rica	44,2	(10,1)	(18,1)	8,0	6,6	(1,7)	2,4	12,9
Honduras	6,6	14,0	1,3	4,2	1,5	9,8	3,3	(0,6)
Importaciones totales de EE.UU.	0,0	18,5	(6,0)	2,0	8,3	16,8	13,8	11,0

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

cuales aumentaron 22% con respecto a 2005 (Cuadro 19). Dentro de este rubro sobresalen las importaciones de materias primas para la industria, lo cual refleja el dinamismo de la inversión y de la actividad industrial observado

Cuadro 19
Importaciones (FOB) según clasificación Cuode (pr) ^{a/}

	Enero-diciembre		Variación		Contribución al crecimiento	
	2005 ^{b/}	2006 ^{b/}	Absoluta ^{b/}	Porcentual	Puntos porcentuales	Porcentaje
Bienes de consumo	3.674	4.921	1.247	33,9	6,3	26,3
Duraderos	1.716	2.158	443	25,8	2,2	9,3
No duraderos	1.958	2.762	804	41,1	4,1	17,0
Bienes intermedios	8.754	10.678	1.924	22,0	9,7	40,6
Combustibles y lubricantes ^{c/}	520	653	133	25,7	0,7	2,8
Para la agricultura	668	762	94	14,1	0,5	2,0
Para la industria	7.566	9.262	1.696	22,4	8,6	35,8
Bienes de capital	7.361	8.923	1.562	21,2	7,9	33,0
Materiales de construcción	397	521	124	31,1	0,6	2,6
Para la agricultura	59	57	(2)	(3,8)	(0,0)	(0,0)
Para la industria	4.614	5.403	789	17,1	4,0	16,7
Equipo de transporte	2.291	2.942	651	28,4	3,3	13,8
Bienes no clasificados	10	12	2	24,5	0,0	0,1
Importaciones totales	19.799	24.534	4.735	23,9	23,9	100,0

(pr) Preliminar.

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

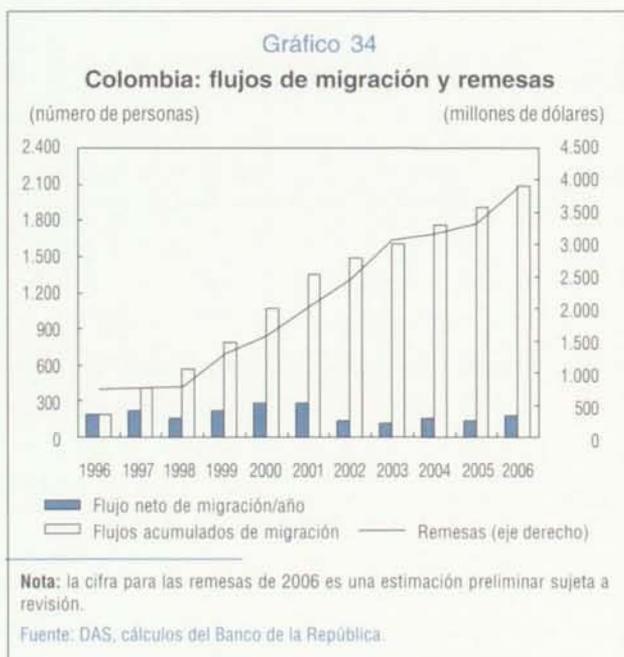
b/ En millones de dólares.

c/ Incluye derivados del petróleo y del carbón.

Fuente: DANE y DIAN.

a lo largo del año. De igual manera, en las compras externas de bienes de capital las destinadas a la actividad industrial registraron un crecimiento significativo (17,1%). El agregado de las importaciones hacia la industria representa el 52,5% del crecimiento total; por lo tanto, más del 80% del crecimiento en las importaciones en 2006 está asociado con el aumento en la tasa de inversión de la economía y con la demanda de insumos derivadas de la mayor actividad económica.

Por el lado de la renta de factores se estima un déficit de US\$5.852 m, superior en US\$390 m al obtenido en 2005, cuando se ubicó en -US\$5.462 m. El deterioro en esta cuenta refleja, principalmente, las salidas por giro de utilidades y dividendos a las casas matrices, las cuales se relacionan con la mayor inversión extranjera directa que ha ingresado a la economía en los últimos años. En el caso de las empresas del sector petrolero se calcula que los egresos por este concepto asciendan a US\$2.046 m, y que los de otros sectores de la economía estén alrededor de los US\$2.400 m. En suma, los anteriores conceptos representan un aumento de 27% frente a 2005.



Por último, las transferencias netas aumentaron US\$637 m frente a lo registrado en 2005 (16% de crecimiento anual), alcanzando un valor estimado de US\$4.719 m; de este monto, US\$3.885 m corresponden a remesas de trabajadores, cuyo crecimiento estimado es de 17,2% en el último año. Este comportamiento 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 34).

2. Cuenta de capital y financiera

Se calcula que en 2006 la cuenta de capital y financiera presentó entradas netas de recursos por US\$2.667 m, originadas en operaciones financieras de largo plazo US\$5.472 m, tanto de inversión extranjera directa como de deuda externa. Por el contrario, se registraron salidas netas de capitales de corto plazo por US\$3.805 m, cifra que además de operaciones del sector privado también incluye el aumento de las cuentas externas del Gobierno y de algunas empresas del sector público.

Con respecto a los flujos de largo plazo, cálculos preliminares sugieren que los ingresos por inversión extranjera directa neta fueron cercanos a US\$5.198 m (3,9% del PIB). Durante 2006 se registraron operaciones como la privatización de Telecom, la venta a inversionistas extranjeros de empresas como OLA, Superview, TV Cable, DHL, Propal Monómeros Colombo Venezolanos, entre otras; así mismo, los sectores minero y petrolero presentaron ingresos significativos de inversión extranjera, que sumados se calculan en cerca de US\$3.400 m (véase más detalle en el Recuadro 5).

Estos ingresos fueron parcialmente compensados por los pagos netos de deuda externa y la acumulación de activos externos del sector público por US\$1.163 m. En particular, el resto del sector público registró salidas netas por US\$2.764 m, relacionadas, principalmente, con la acumulación de activos externos de entidades como Ecopetrol, Fogafin y el Fondo de Estabilización

Petrolera (FAEP). Por su parte, durante 2006 el Gobierno nacional recibió recursos netos por US\$1.601 m (monto que incluye US\$2.000 m que corresponden al prefinanciamiento del déficit de 2007 y 2008) (Cuadro 20).

Adicionalmente, se calcula que, excluyendo la IED, el sector privado registró salidas netas de capitales por concepto de endeudamiento externo y de portafolio por US\$1.320 m frente a US\$537 m de entradas netas registradas en 2005. A diferencia del año anterior, en 2006 los agentes del sector privado redujeron su exposición externa y decidieron cancelar obligaciones de largo plazo con el exterior, por un monto estimado de US\$524 m. De igual forma, en operaciones de corto plazo, que incluyen tanto deuda como flujos de capitales de portafolio, se registraron salidas de US\$797 m (Cuadro 20).

Como resultado de los flujos anteriores, el saldo de la deuda externa total del país a diciembre de 2006 ascendería a US\$40.173 m (41,0% del PIB), del cual US\$26.047 m (65%) corresponde a deuda pública y US\$14.125 m (35%)

Cuadro 20
Flujos de capital público y privado: 2001-2006 (e)
(millones de dólares)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (e)
Cuenta de capital y financiera	2.446	1.304	656	3.204	3.151	2.667
I. Total sector privado	1.012	956	279	3.241	6.130	3.877
A. Inversión extranjera neta en Colombia	2.509	1.283	820	2.941	5.593	5.198
B. Resto del sector privado sin IED	(1.497)	(327)	(541)	300	537	(1.320)
Largo plazo	(380)	(1.346)	(1.095)	(1.243)	(49)	(524)
Corto plazo	(1.117)	1.019	554	1.543	585	(797)
II. Total sector público	1.469	378	407	14	(2.931)	(1.163)
A. No financiero	1.940	504	694	433	(2.125)	515
B. Financiero	(471)	(126)	(287)	(419)	(806)	(1.679)
III. Otros flujos de largo plazo	(35)	(30)	(30)	(51)	(48)	(47)
Sector público no financiero	1.940	504	694	433	(2.125)	515
Gobierno	2.685	801	1.702	916	(1.392)	1.601
Largo plazo	3.823	(619)	1.963	1.403	(1.128)	2.194
Desembolsos	5.485	2.246	4.786	2.750	3.935	5.144
Amortizaciones	1.662	2.864	2.823	1.347	5.063	2.950
Corto plazo (cartera y deuda)	(1.138)	1.419	(260)	(488)	(264)	(593)
Resto de entidades	(745)	(297)	(1.008)	(482)	(733)	(1.085)
Largo plazo	(360)	(474)	(506)	(491)	(61)	(95)
Desembolsos	259	223	130	140	377	725
Amortizaciones	619	697	635	631	438	820
Corto plazo (cartera y deuda)	(384)	177	(502)	9	(673)	(991)

(e) estimado.
Fuente: Banco de la República.

a la privada (Cuadro 21). El monto de corto plazo sumaría US\$5.695 m, del cual el 95% pertenece al sector privado.

3. Variación de las reservas internacionales

En 2006 la acumulación de reservas internacionales brutas del Banco de la República, por metodología de balanza de pagos, fue de US\$23 m¹⁵, con un saldo de US\$15.440 m (11,4% del PIB); dicho monto equivale a 7,5 meses de importaciones de bienes, 6,1 meses de importaciones de bienes y servicios y

Cuadro 21
Saldo de la deuda externa de Colombia

	Millones de dólares				Porcentaje del PIB ^{a/}			
	2003	2004	2005 (pr)	2006 (e)	2003	2004	2005 (pr)	2006 (e)
Saldo total	38.008	39.441	38.555	40.173	47,8	40,2	39,3	41,0
Sector público	24.527	25.779	24.133	26.047	30,9	26,3	24,6	26,6
Sector privado	13.480	13.662	14.422	14.125	17,0	13,9	14,7	14,4
1. Mediano y largo plazos	34.689	34.530	32.918	34.478	43,7	35,2	33,6	35,2
a. Sector público según prestatario	24.228	25.321	23.677	25.768	30,5	25,8	24,1	26,3
Sector público no financiero	23.634	24.856	23.253	25.598	29,7	25,3	23,7	26,1
Gobierno	20.663	22.320	20.852	23.289	26,0	22,8	21,3	23,7
Entidades descentralizadas	2.970	2.536	2.401	2.309	3,7	2,6	2,4	2,4
Sector público financiero	594	465	424	170	0,7	0,5	0,4	0,2
b. Sector privado	8.357	7.180	7.146	6.688	10,5	7,3	7,3	6,8
Financiero	166	151	516	372	0,2	0,2	0,5	0,4
No financiero	8.191	7.030	6.629	6.316	10,3	7,2	6,8	6,4
c. Arrendamiento financiero	2.104	2.029	2.095	2.022	2,6	2,1	2,1	2,1
Público	76	67	56	49	0,1	0,1	0,1	0,0
Privado	2.028	1.962	2.039	1.973	2,6	2,0	2,1	2,0
2. Corto plazo	3.319	4.911	5.637	5.695	4,2	5,0	5,7	5,8
a. Sector público	224	391	399	230	0,3	0,4	0,4	0,2
b. Sector privado	3.095	4.520	5.237	5.465	3,9	4,6	5,3	5,6
Memo ítem:								
Saldo total sin arrendamiento financiero	35.904	37.413	36.460	38.151	45,2	38,2	37,2	38,9
Público	24.452	25.712	24.077	25.998	30,8	26,2	24,6	26,5
Privado	11.452	11.701	12.383	12.153	14,4	11,9	12,6	12,4

(pr) preliminar.
(e) estimado.
a/ Calculado con base en el tipo de cambio fin de período.
Fuente: Banco de la República.

¹⁵ La cifra de variación de reservas internacionales brutas de US\$23 m 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.

1,2 veces el valor de las amortizaciones de deuda pública y privada en un año. Como ya se mencionó, en 2006 el Banco de la República realizó compras discretionales de divisas por US\$1.197 m, vendió al Gobierno nacional US\$1.000 m y realizó ventas netas con opciones para control de volatilidad de la tasa de cambio por US\$360 m (para mayor detalle, véase el capítulo VIII de este informe).

B. Perspectivas de la balanza de pagos para 2007

Para 2007 se proyecta un déficit en cuenta corriente cercano a US\$5.400 m (3,5% del PIB). Este resultado estaría explicado, principalmente, por el deterioro de la balanza comercial del país, la cual pasaría de un superávit de US\$325 m (0,2% del PIB) en 2006 a un déficit estimado de US\$2.845 m (-1,8% del PIB) en 2007 (Cuadro 22).

El mayor desbalance comercial dependerá, en gran medida, de que se mantenga el dinamismo en el crecimiento de las importaciones totales y de lo que suceda con los precios internacionales del crudo. Sobre este particular, los pronósticos del Banco de la República prevén un aumento de las importaciones cercano al 15%, y un descenso en las ventas de productos tradicionales, en particular de las de petróleo, como resultado de un efecto

Cuadro 22
Proyección de la balanza de pagos de Colombia

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB ^{a/}		
	2005	2006 (e)	2007 (proy)	2005	2006 (e)	2007 (proy)
I. Cuenta corriente	(1.886)	(2.850)	(5.378)	(1,5)	(2,1)	(3,5)
A. Bienes y servicios no factoriales	(507)	(1.717)	(5.148)	(0,4)	(1,3)	(3,3)
1. Bienes	1.595	325	(2.846)	1,3	0,2	(1,8)
2. Servicios no factoriales	(2.102)	(2.042)	(2.302)	(1,7)	(1,5)	(1,5)
B. Renta de los factores	(5.462)	(5.852)	(5.284)	(4,4)	(4,3)	(3,4)
C. Transferencias	4.082	4.719	5.054	3,3	3,5	3,3
II. Cuenta de capital y financiera, y variación de las reservas internacionales brutas	5.344	2.893	9.179	4,3	2,1	5,9
A. Inversión directa neta	5.593	5.198	6.482	4,5	3,9	4,2
B. Otros movimientos de capital ^{a/}	(249)	(2.304)	2.697	(0,2)	(1,7)	1,7

(e) estimado.
(pr) preliminar.
a/ Incluye operaciones del sector público, privado, errores y omisiones, y la variación de reservas internacionales brutas.
Fuente: Banco de la República.

combinado de menores precios internacionales y menores volúmenes de exportación¹⁶. Al respecto es importante mencionar que, si bien la producción de hidrocarburos se mantendría por encima de los 500 miles de barriles diarios (mbd) en los próximos cinco años, la estrategia del sector de dedicar la producción nacional a abastecer el mercado interno (cuya demanda ha venido en ascenso), tiene un impacto sobre las disponibilidades para atender la demanda externa. Desde luego, mayores precios internacionales del crudo o mayores volúmenes exportados redundarán en mayores ingresos por exportaciones hacia el país y, por tanto, en un menor déficit comercial.

Adicionalmente, en 2007 se proyecta un menor déficit en el rubro renta de factores por US\$568 m frente al calculado para 2006, producto del efecto combinado de los mayores ingresos por intereses de reservas internacionales, así como por los menores pagos por intereses de la deuda externa pública y privada.

De otro lado, cabe mencionar que, de acuerdo con las proyecciones, el déficit en cuenta corriente será cubierto holgadamente con recursos provenientes de la inversión extranjera directa neta¹⁷, los cuales podrían incluso superar en términos netos a los de 2006. Los capitales extranjeros continuarían muy dinámicos hacia los sectores de petróleo, carbón, gas, manufacturas, energía y comercio.

Finalmente, las proyecciones de mediano plazo del Banco de la República permiten esperar que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos del país se mantendrá, en promedio, en niveles del 3,0% del PIB hasta 2011. Dicho pronóstico se sustenta en la ausencia de choques negativos significativos sobre la cuenta corriente y la evolución de las fuentes de financiamiento externo. En cuanto a la primera, los ingresos por exportaciones de petróleo y derivados y de carbón se mantendrían relativamente estables, alrededor de 3,8% y 1,9% como proporción del PIB, respectivamente, al tiempo que se proyecta un aumento en términos del PIB de los ingresos por exportaciones no tradicionales¹⁸, pasando de 8,7% en 2006 a cerca del 10,9% en 2011. En cuanto al financiamiento, de acuerdo con las proyecciones de IED y endeudamiento externo del sector público, dichos flujos aumentarían de niveles promedio de US\$2.500 m entre 2005 y 2007, a US\$2.800 m, en promedio, entre 2008 y 2011.

¹⁶ Para 2007 se está utilizando un supuesto de precio del crudo de referencia West Texas Intermediate (WTI) de US\$57,7 por barril, inferior en cerca de US\$8 al de 2006. Según información preliminar, se espera que los volúmenes exportados de crudo sean inferiores en cerca de 20 mbd con respecto a los vendidos en 2006.

¹⁷ Considera US\$2.410 m de recursos que provendrán de la venta de empresas nacionales a inversionistas extranjeros como Acerías Paz de Río, Promigás, Éxito, Petco, Colpatria, entre otros.

¹⁸ No considera las exportaciones de oro ni de esmeraldas.

VII. POLÍTICA FISCAL

A. Resultados fiscales de 2006

Al terminar 2006 el sector público consolidado registró un déficit de \$2.708 mm, que equivale a 0,9% del PIB, porcentaje inferior a la meta de déficit establecida a mediados del año, 1,5% del PIB. Este resultado estuvo asociado con un mejoramiento en las finanzas de la administración central nacional, cuyo déficit se redujo de 4,8% a 4,1% del PIB entre 2005 y 2006. El sector público descentralizado, el Banco de la República y el Fogafin contabilizaron un superávit en sus operaciones de 3,1%, 0,5% y 0,2% del PIB, respectivamente. Los costos de la reestructuración del sistema financiero ascendieron a \$1.137 mm durante el año (Cuadro 23).

El buen desempeño fiscal del Gobierno nacional central (GNC) refleja el comportamiento de los ingresos, que aumentaron 22,7% gracias al dinamismo de los impuestos y al traslado de excedentes financieros por parte de las empresas y entidades públicas, dentro de las cuales sobresale Ecopetrol. Los tributos más dinámicos fueron los de renta, aduanas e IVA externo, con crecimientos de 23,1%, 29,3% y 36,0%, respectivamente. El

Cuadro 23
Sector público consolidado: balance fiscal, 2005 y 2006

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2005	2006 (pr)	2005	2006 (pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(988)	(3.112)	(0,3)	(1,0)
1. Gobierno Nacional	(13.730)	(13.027)	(4,8)	(4,1)
2. Subtotal sector descentralizado	12.742	9.915	4,5	3,1
Eléctrico	359	483	0,1	0,2
Emcali	161	(54)	0,1	(0,0)
EPM	193	150	0,1	0,0
FAEP	637	1.221	0,2	0,4
Ecopetrol	1.134	2.217	0,4	0,7
Resto de entidades	2.261	851	0,8	0,3
Seguridad social	5.844	3.747	2,1	1,2
Regional y local	2.153	1.300	0,8	0,4
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	669	1.440	0,2	0,5
C. Balance de Fogafin	610	772	0,2	0,2
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.233)	(1.137)	(0,4)	(0,4)
E. Ajustes	919	(671)	0,3	(0,2)
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(23)	(2.708)	(0,0)	(0,9)

Nota: déficit (-) o superávit (+).
(pr) Preliminar.
Fuente: Consejo Superior de la Política Fiscal (Confis).

ritmo de la actividad económica, al igual que el crecimiento de las importaciones, son los factores que explican en mayor medida la evolución favorable del recaudo. La transferencia de utilidades de Ecopetrol ascendió de \$1.298 mm en 2005 a \$2.000 mm en 2006, gracias al precio internacional del crudo y a la política de desmonte gradual de subsidios a la gasolina (Cuadro 24).

Los gastos totales del GNC registraron un crecimiento del 16,3%. Los intereses de la deuda se expandieron 35,2%, el funcionamiento 10,3% y la inversión 38%. Dentro del gasto por funcionamiento, los servicios personales aumentaron 13,7%, los gastos generales 20,1% y las transferencias 8,8%. En relación con los giros por transferencias, cabe destacar los pagos por pensiones, que aumentaron 12,4%, y el sistema general de participaciones, que creció 7%. El dinamismo de la inversión está asociado con el desarrollo de los proyectos incluidos en el Plan de Infraestructura Vial y con la ejecución de las obras de los sistemas de transporte masivo de las ciudades de Barranquilla, Cali y Pereira.

El financiamiento del déficit del GNC en 2006, incluyendo los costos de reestructuración del sistema financiero, ascendió a \$14.164 mm, 4,4 % del PIB. El crédito externo neto alcanzó \$5.400 mm, producto de desembolsos por \$10.090 mm y amortizaciones por \$4.690 mm. Por su parte, el endeudamiento interno neto fue de \$7.370 mm, con desembolsos por \$22.890 mm y amortizaciones por \$15.520 mm. El principal instrumento de deuda interna fue el de los TES B, con colocaciones brutas por \$22.486 mm, de los cuales \$8.606 mm provinieron del mecanismo de subastas. La transferencia de utilidades efectuada por el Banco de la República ascendió a \$793 mm.

Las operaciones de financiamiento efectuadas a lo largo del año dieron lugar a una reducción del saldo de la deuda del GNC de 49,5% del PIB en 2005 a 47,3% del PIB en 2006, reducción que se atribuye al componente interno, cuyo saldo pasó de 32,8% del PIB en 2005 a 30,8% del PIB en 2006¹⁹.

B. El plan financiero para 2007

Para el año 2007 el Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) aprobó en febrero una meta de déficit fiscal del sector público consolidado equivalente a 1,3% del PIB²⁰. No obstante, gracias al buen comportamiento de los impuestos nacionales en el primer bimestre del año, el Gobierno tomó la decisión de reducir esta meta a una cifra equivalente a 0,9% del PIB. Con los

¹⁹ Estos cálculos fueron efectuados en el Banco de la República.

²⁰ El plan financiero para 2007 fue presentado en el Documento de Asesores Confis núm. 02, del 9 de febrero de 2007.

Cuadro 24
Gobierno nacional central: balance fiscal, 2005 y 2006
(miles de millones de pesos)

	2005	2006 (pr)	Crecimiento anual 2005-2006
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	45.924	56.347	22,7
A. Tributarios	42.288	51.221	21,1
Renta	17.349	21.354	23,1
IVA interno	11.412	12.876	12,8
IVA externo	6.016	8.180	36,0
Gravamen	2.823	3.651	29,3
Gasolina	1.143	1.187	3,8
Gravamen a los movimientos financieros	2.401	2.672	11,3
Patrimonio	463	523	13,0
Otros	681	778	14,2
B. No tributarios	229	254	10,9
C. Fondos especiales	472	577	22,2
D. Recursos de capital	2.812	4.232	50,5
Rendimientos financieros	593	977	64,8
Excedentes financieros	1.773	3.066	72,9
Otros	446	189	(57,6)
E. Ingresos causados	123	63	(48,8)
II. Gastos totales (A + B + C + D + E)	59.654	69.374	16,3
A. Intereses	9.857	13.331	35,2
Externos	4.268	3.974	(6,9)
Internos	5.589	9.357	67,4
B. Funcionamiento a/	44.514	49.097	10,3
Servicios personales	7.077	8.046	13,7
Gastos generales	2.880	3.460	20,1
Transferencias	34.557	37.591	8,8
C. Inversión	4.274	5.898	38,0
D. Préstamo neto	372	412	10,8
E. Pagos causados	637	636	(0,2)
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) b/	(13.730)	(13.027)	(5,1)
Costo de reestructuración financiera	1.233	1.137	(7,8)
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	(14.963)	(14.164)	(5,3)
A. Crédito externo neto	(1.079)	5.400	(600,5)
Desembolsos	7.059	10.090	42,9
Amortizaciones	8.138	4.690	(42,4)
B. Crédito interno neto	17.410	7.370	(57,7)
Desembolsos	26.832	22.890	(14,7)
Amortizaciones	9.422	15.520	64,7
C. Utilidades del Banco de la República	454	793	74,7
D. Otros	(1.822)	601	(133,0)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(4,8)	(4,1)	

(pr) preliminar.

a/ Incluye pagos y deuda flotante.

b/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Confis.

últimos ajustes se proyecta un déficit de 3,5% en las finanzas del GNC, el cual sería compensado parcialmente con un superávit de 2,2% del PIB en el sector descentralizado. Los costos de reestructuración financiera alcanzarán 0,3%

del PIB y las finanzas del Banco del República y el Fogafin, de acuerdo con los estimativos más recientes, registrarán un balance superavitario de 0,5% y 0,2% del PIB, respectivamente. Frente a los resultados de 2006, no se espera una ampliación del tamaño del déficit público como porcentaje del PIB, a pesar de un pronóstico menos favorable para las finanzas de Ecopetrol, el sector público regional y local y algunas entidades y empresas del nivel nacional (Cuadro 25).

De acuerdo con las proyecciones oficiales, las finanzas del GNC registrarán un crecimiento de 13,7% en los ingresos y de 9,7% en el gasto. Los impuestos presentarán un menor dinamismo con respecto a 2006, especialmente en renta, aduanas e IVA externo, cuyos crecimientos serán de 9,3%, 11,9% y 10,2%, respectivamente. No obstante, cabe destacar los aumentos esperados en el IVA interno (16,1%), gasolina (12,9%) y, especialmente, patrimonio (290%). El comportamiento de este último impuesto refleja los ajustes legislativos introducidos por la reforma tributaria de 2006 que aumentaron su tarifa de 0,3% a 1,2%. Dentro de los recursos de capital, los excedentes financieros crecerán 18,8%, gracias al traslado de utilidades provenientes de Ecopetrol, que pasarán de \$2.000 mm en 2006 a \$3.100 mm en 2007.

Cuadro 25
Sector público consolidado: balance fiscal, 2006-2007

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2006	2007 (proy)	2006	2007 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(3.112)	(4.431)	(1,0)	(1,3)
1. Gobierno nacional	(13.027)	(12.026)	(4,1)	(3,5)
2. Subtotal sector descentralizado	9.915	7.595	3,1	2,2
Eléctrico	483	360	0,2	0,1
Emcali	(54)	453	(0,0)	0,1
EPM	150	(94)	0,0	(0,0)
FAEP	1.221	231	0,4	0,1
Ecopetrol	2.217	(1.283)	0,7	(0,4)
Resto de entidades	851	120	0,3	0,0
Seguridad social	3.747	6.634	1,2	1,9
Regional y local	1.300	1.174	0,4	0,3
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	1.440	1.588	0,5	0,5
C. Balance de Fogafin	772	781	0,2	0,2
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.192)	(1.120)	(0,4)	(0,3)
E. Ajustes	(616)	0	(0,2)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(2.708)	(3.182)	(0,9)	(0,9)

Nota: déficit (-) o superávit (+).
(proy) proyección.
Fuente: Consejo Superior de la Política Fiscal (Confis).

En cuanto a los gastos del GNC, se estima un crecimiento de 4,9% en intereses, 9,6% en funcionamiento y 20,4% en inversión. Al interior del funcionamiento, los gastos de personal registrarán un aumento de 11,8% y las transferencias de 10,1%. Las transferencias por concepto del sistema general de participaciones aumentarán 7,8% y el gasto en pensiones 11,2%. Es importante anotar que los giros que efectuará la nación para atender las pensiones con cargo al Instituto de los Seguros Sociales (ISS) alcanzarán un poco más de \$5.000 mm en 2007. En materia de inversión se tiene prevista la ejecución de proyectos de infraestructura vial, asistencia a víctimas de la violencia y ampliación de la capacidad carcelaria.

El financiamiento del déficit del GNC provendrá de recursos del crédito externo e interno, al igual que de las privatizaciones y otros recursos de la Tesorería General de la Nación. El crédito externo neto ascenderá a \$4.377 mm, producto de desembolsos por \$6.975 mm frente a amortizaciones por \$2.598 mm. Por su parte, el endeudamiento interno neto alcanzará \$231 mm, con desembolsos por \$17.163 mm y amortizaciones por \$16.932 mm²¹. Los recursos por privatizaciones, estimados en \$6.592 mm, se originan en su mayor parte de la venta de Granbanco y Ecogas. El traslado de utilidades del Banco de República al Gobierno se estima en \$1.186 mm.

De otro lado, como ya se mencionó, los cálculos oficiales indican que el sector público descentralizado registrará en 2007 un menor superávit fiscal, especialmente por la situación de Ecopetrol, el sector público regional y local y algunas empresas y entidades del orden nacional. En particular, vale la pena destacar el cambio de signo en el balance fiscal de Ecopetrol, que pasará de un superávit de 0,7% del PIB en 2006 a un déficit de 0,4% del PIB en 2007, en gran parte como consecuencia del aumento en el giro de dividendos a la Nación y los mayores pagos por formación bruta de capital fijo en proyectos de exploración y desarrollo de campos petrolíferos. En el caso de las finanzas territoriales se prevé una reducción en el tamaño del superávit por los pagos de inversión asociados con el último año de las administraciones locales.

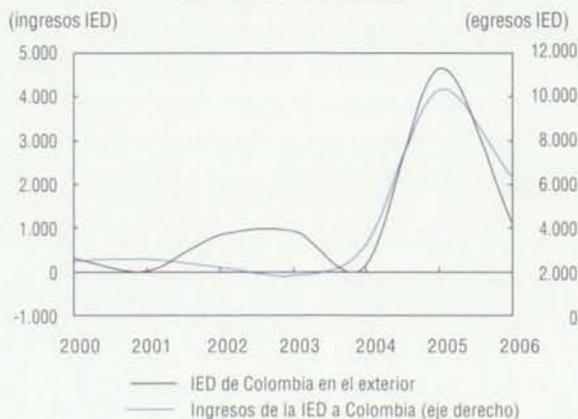
RECUADRO 5

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN 2006

La economía colombiana continúa recibiendo importantes ingresos de capital por inversión extranjera directa. En 2006 estos flujos ascendieron a US\$6.295 m, monto superior a los recursos recibidos en años anteriores, excepto en 2005, cuando estas inversiones

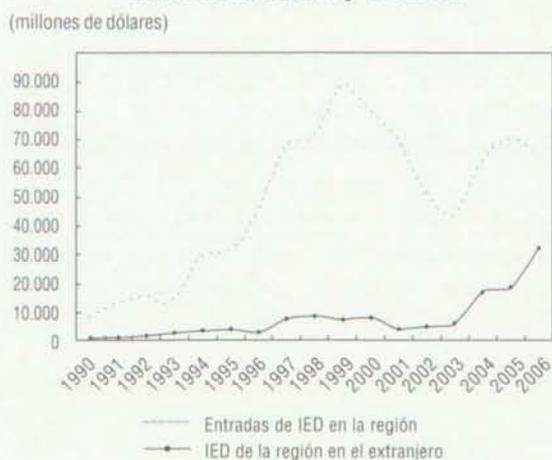
²¹ Las cifras del endeudamiento interno son provisionales y acordes con la reducción del déficit esperado en el sector público, de 1,3% a 0,9% del PIB. El plan financiero de junio contendrá las cifras definitivas.

Gráfico R5.1
Inversión extranjera directa en Colombia
 (millones de pesos)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R5.2
Inversión extranjera
 en América Latina y el Caribe



Fuente: gráfico tomado y editado de "Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe", Cepal (2006).

sumaron US\$10.255 m por efecto de la operación de la venta de Bavaria, la cual representó 3,3% del PIB. De igual manera, los egresos de capital por inversiones directas de colombianos en el exterior continuaron aumentando, frente a lo ocurrido en los primeros años de la presente década. En 2006 se invirtieron en el exterior US\$1.100 m (0,8% del PIB) (Gráfico R5.1).

En el contexto internacional se estima que América Latina y el Caribe continuaron recibiendo importantes recursos por concepto de IED en 2006 (Gráfico R.5.2), gracias a la compra de activos de empresas nacionales por parte de extranjeras¹. Las principales razones que motivan la entrada de inversionistas internacionales a la región son:

i) la explotación de recursos naturales, ii) el crecimiento y aprovechamiento de los mercados locales, y iii) el acceso a terceros mercados.

En el caso colombiano, los ingresos por IED se dirigen a: i) explotación de recursos naturales tales como el petróleo, la minería (carbón y oro) y el ferróniquel, ii) aprovechamiento de los

¹ Tomado del «Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe», Cepal, 2006.

mercados locales asociados con los sectores de comunicaciones e informática, servicios públicos, sistema financiero y manufacturero, y iii) la búsqueda de terceros mercados, estimulando empresas exportadoras agrícolas, manufactureras y comercializadoras internacionales.

1. Inversión extranjera directa en Colombia en 2006

Las inversiones extranjeras directas recibidas por la economía colombiana en 2006 ascendieron a US\$6.295 m, equivalentes a 4,7% del PIB, monto muy superior al promedio de los últimos diez años (3,6% del PIB), e incluso al de 2005 (4,2% del PIB), si se excluyera del cálculo la venta de la empresa cervecera Bavaria a inversionistas extranjeros, la cual generó el 44% del total de las inversiones de ese año (Cuadro R5).

Los recursos de capital extranjero recibidos en 2006 se distribuyeron sectorialmente de la siguiente manera:

- La actividad carbonífera absorbió el 32% (US\$2.010 m) del total de los flujos de inversión directa, monto inferior en 6,8% frente a los obtenidos un año atrás. Estas inversiones están financiando, principalmente, la ampliación de la capacidad instalada de algunos de los complejos carboníferos y la adquisición de la concesión férrea

Cuadro R5
Flujo de inversión extranjera en Colombia
según actividad económica
(millones de dólares)

	2005 (pr)	2006 (pr)	Variación absoluta	Participación porcentual
1. Inversión directa en Colombia según actividad económica	10.255	6.295	(3.960)	100,0
a. Sector petrolero	1.125	1.770	645	28,1
b. Resto de sectores	9.130	4.525	(4.605)	71,9
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	6	33	27	0,5
Minas y canteras	2.157	2.010	(147)	31,9
Manufactureras	5.532	670	(4.862)	10,6
Electricidad, gas y agua	(251)	(111)	140	(1,8)
Construcción	146	182	36	2,9
Comercio, restaurantes y hoteles	303	532	229	8,5
Transportes, almacenamiento y comunicaciones	1.011	789	(222)	12,5
Establecimientos financieros	244	404	160	6,4
Servicios comunales	(18)	17	35	0,3

(pr) preliminar.

Fuente: Banco de la República.

Bogotá-Ciénaga. Según la modalidad de los aportes de capital, el 59% correspondió a divisas y el restante 41% a inversiones en especie (maquinaria y equipo).

- A la actividad petrolera los inversionistas internacionales le aportaron US\$1.770 m, que representaron el 28% del total de las inversiones en 2006. Esta suma fue superior en US\$645 m (57,3%) en comparación con la registrada en 2005. Gran parte de los recursos han ingresado como divisas y se han empleado para la exploración de nuevos campos petrolíferos, la explotación y exportación de crudo, y para atender gastos locales, tales como pago de impuestos, de nóminas, entre otros.
- El sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones, recibió el 13% de los recursos (US\$789 m), principalmente por la venta de Telecom y una empresa local de telefonía celular.
- La industria manufacturera recibió US\$670 m (11% del total), que financiaron proyectos en las actividades de metalmecánica, de alimentos y bebidas, y de elaboración de sustancias químicas y abonos.
- El resto de recursos (US\$1.056 m, 16,8%) se canalizaron principalmente a las actividades comerciales (US\$532 m), al sistema financiero (US\$404 m) y a la construcción (US\$182 m). Este último sector recibió recursos importantes para la compra de vivienda por parte de no residentes y de algunas empresas internacionales que adelantan proyectos de infraestructura en Colombia.

Por país de origen se calcula que las inversiones extranjeras directas recibidas en 2006 provinieron, principalmente, desde los Estados Unidos (48%), España (19%), Panamá (8%), Inglaterra (6%) y Venezuela (2,5%).

2. Inversiones directas de Colombia en el exterior

Las inversiones directas de Colombia en el exterior en 2006, cuyo valor ascendió a US\$1.098 m (0,8% del PIB), se destinaron a consolidar sus negocios en actividades del sector industrial (cementeras), la electricidad, comercio, y del sistema financiero. Las inversiones directas en el exterior habrían sido similares a las de 2005, si se descuenta que en ese año el anterior grupo propietario de la cervecera Bavaria recibió participaciones accionarias en empresas del exterior (por un valor cercano a US\$3.500 m) a cambio de sus acciones en la empresa nacional.

RECUADRO 6

POLÍTICA FISCAL Y CICLO ECONÓMICO EN COLOMBIA

La evidencia nacional e internacional muestra que existe una estrecha relación entre las finanzas públicas y el ciclo económico. En primer lugar, cuando las economías registran tasas de crecimiento altas, los recaudos del fisco aumentan a mayor ritmo que sus gastos, y los gobiernos obtienen buenos resultados en sus cuentas fiscales. En este sentido, la prosperidad económica que se manifiesta en mayores niveles de producción y de empleo, en incremento en las ventas y en las utilidades empresariales, en mayores ritmos de inversión y de consumo, tiene efectos positivos sobre el balance fiscal. Lo contrario suele ocurrir en las fases de recesión o depresión económica, cuando la caída en la actividad económica y en los recaudos tributarios se traduce en cuantiosos déficits en las finanzas del Estado. Así las cosas, una fracción del resultado fiscal que registran los países se debe al ciclo económico (llamado componente cíclico del balance fiscal), fracción que, por consiguiente, es ajena al manejo discrecional de la política fiscal.

La evidencia también muestra que las autoridades fiscales no son neutrales con respecto al ciclo, y que toman decisiones de política que pueden acentuarlo y/o contrarrestarlo. Al respecto, la posibilidad de moderar el ciclo es un asunto de vital importancia, debido a que una de las funciones básicas que se atribuye a la política fiscal es la de contribuir a estabilizar las fluctuaciones del producto, la cual se alcanza mediante las llamadas políticas fiscales anticíclicas. Estas consisten en que en tiempos de recesión los gobiernos podrían efectuar una política fiscal expansiva para estimular la demanda agregada y la producción. El déficit fiscal resultante de estas acciones se podría financiar con nueva deuda, la cual se espera reducir en la medida en que la economía recupere su crecimiento. La política fiscal anticíclica también tiene virtudes en los tiempos de auge, en la medida en que con una posición fiscal restrictiva, las autoridades contribuyen a evitar el recalentamiento de la economía y la presión al alza de la inflación y de los tipos de interés.

Una manera como las variables fiscales pueden contribuir a moderar el ciclo económico es a través de los llamados estabilizadores automáticos, los cuales se definen como un grupo de ingresos y gastos fiscales estrechamente relacionados con el ciclo que, por su naturaleza, reaccionan automáticamente, estimulando la actividad económica en la fase de recesión, y contrayéndola en la fase de expansión. La efectividad de los estabilizadores automáticos depende, principalmente, de la estructura de los ingresos públicos (imposición directa frente a tributación indirecta), y de algunos factores que escapan del control de las autoridades, como el grado de apertura de las economías. Las restricciones de crédito, la calidad de las reglas e instituciones fiscales, la corrupción y el llamado «efecto voracidad», también inciden en el alcance de este instrumento autorregulador.

Un mecanismo adicional para efectuar una política fiscal anticíclica es mediante el gasto público autónomo. Con esta alternativa se pone de manifiesto que una fracción del gasto que realizan los gobiernos refleja decisiones discrecionales de la política fiscal y que, por consiguiente, mediante su uso se puede ayudar a expandir o contrarrestar el ciclo. No obstante, la evidencia ha mostrado que este mecanismo es más limitado, debido al estrecho margen de maniobra que tienen los gobiernos en la asignación del gasto, especialmente en los países con considerables rigideces en sus presupuestos.

El tema de la anticiclicidad, la aciclicidad y la prociclicidad de la política fiscal ha sido estudiado en varias oportunidades, tanto para las economías de ingreso alto (i. e.: los de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos —OCDE—), como para las economías emergentes (países de ingresos medio y bajo)¹. La evidencia es más concluyente para el caso de las economías emergentes, entre las que se encuentra la economía colombiana, por cuanto se ha demostrado que la política fiscal en estos países ha sido de naturaleza procíclica, lo cual significa que han predominado posturas fiscales restrictivas en las fases de recesión y expansivas en los períodos de auge, profundizando los ciclos.

Para evaluar la relación que ha existido entre las finanzas públicas y el ciclo económico en Colombia se acude a técnicas que han sido aplicadas en otros países: en primer lugar, se estima el componente cíclico del balance fiscal que ha registrado el Gobierno nacional en los últimos años. El ejercicio se aplica a las cuentas fiscales del GNC por disponibilidad de la información y por ser las más representativas del sector público consolidado². Una vez hallado dicho componente cíclico, se obtiene el concepto de balance fiscal cíclicamente ajustado, o componente estructural; en segundo lugar, se evalúa la postura de la propia autoridad fiscal frente a los ciclos registrados por la economía a lo largo de las últimas décadas, para confirmar si sus acciones de política han contribuido a estabilizar las fluctuaciones del producto.

1. Efectos del ciclo sobre el balance fiscal

Para el cálculo de los componentes cíclico y estructural del balance fiscal se utilizan las desviaciones del PIB observado frente a su nivel potencial, lo que comúnmente se conoce como la brecha del producto (véase la brecha en el panel A del Gráfico R6.1). El procedimiento que se sigue es sencillo; inicialmente se usa la metodología sugerida por Blanchard

¹ Véanse, por ejemplo, los estudios de Manesse (2006); Alesina y Tabellini (2005); Kaminsky, Reinhart y Végh (2004); Braun (2001); Talvi y Végh (2000); Arreza *et al.* (1999); Gavin y Perotti (1997), entre otros.

² En materia de recaudos, por ejemplo, la carga tributaria del país (sin contribuciones a la seguridad social, ni los parafiscales) ascendió a 20% del PIB en 2006; de ese monto, el GNC recaudó 16,5% del PIB (es decir, el 83% del total), y el resto lo hicieron los gobiernos subnacionales. Mediante el impuesto sobre la renta, el IVA y los aranceles a las importaciones, la nación recaudó 15,1% del PIB.

y Perotti (1999), para estimar las elasticidades de los principales recaudos del Gobierno (renta, IVA e impuestos a las importaciones) a la brecha del producto³. Este ejercicio también se aplica a los rubros de gasto que se presume son sensibles al ciclo, aunque usualmente los pagos tienen una naturaleza más rígida. Luego, se utilizan las elasticidades para ajustar los recaudos y los gastos por el ciclo, obteniéndose, de esta manera, el balance fiscal cíclicamente ajustado (o componente estructural del balance). Los detalles sobre la aplicación de la metodología y la descripción de los

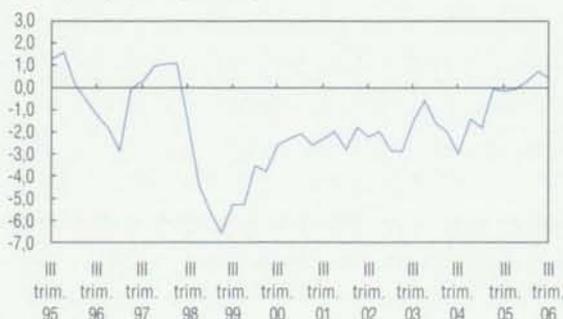
³ De acuerdo con dichos autores, la elasticidad producto del recaudo tributario total viene dada por: $\epsilon = \frac{\Delta R}{R} / \frac{\Delta Y}{Y}$, donde refleja la elasticidad del impuesto / a su base tributaria, y significa la elasticidad de la correspondiente base al PIB; además, Las estimaciones para Colombia arrojan un $\epsilon = 1,47$ (véase Lozano y Toro, 2007). El valor de esta elasticidad se encuentra dentro de los estándares internacionales. Para los países de la OCDE es de 1,3; Para los países del área del euro es de 1,5; para los nuevos países miembros de la Unión Europea, 1,1 (véase Girouard y André, 2005).

Gráfico R6.1

Colombia: brecha del PIB y balance fiscal cíclico y estructural del Gobierno Nacional, 1995-2006

A. Brecha del PIB

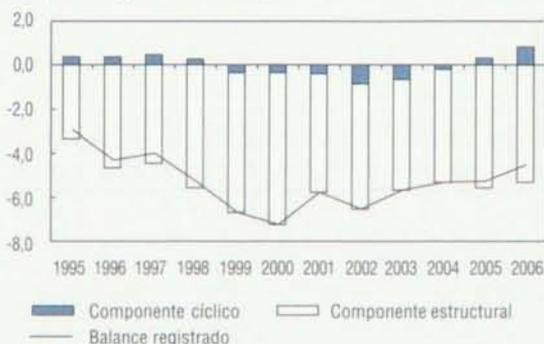
(porcentaje del producto potencial)



Fuente: Banco de la República.

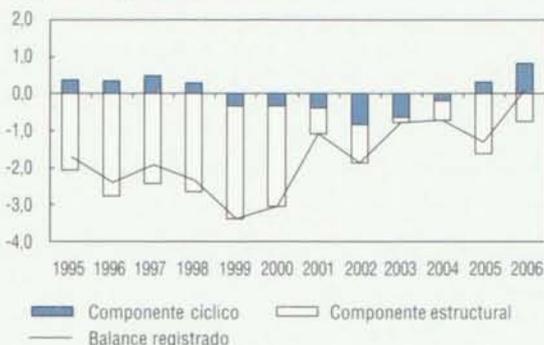
B. Balance total

(porcentaje del PIB, precios corrientes)



C. Balance primario

(porcentaje del PIB, precios corrientes)



Fuente: (A) Banco de la República, (B) y (C) Lozano y Toro (2007).

resultados se encuentran en el trabajo de Lozano y Toro, 2007; en los paneles B y C del Gráfico R6.1 se resumen los principales hallazgos en ese trabajo.

La conclusión fundamental que se deriva del Gráfico R6.1 es que el componente cíclico del déficit que registró el Gobierno durante la última década es relativamente pequeño, mientras que el componente estructural es predominante. En efecto, en promedio para la muestra estudiada, menos del 10% del valor del déficit total puede atribuirse al ciclo (véase el área oscura de las barras del panel B. Por consiguiente, el déficit que ha registrado el Gobierno desde mediados de los años noventa, tiene un carácter fundamentalmente estructural, lo cual explica el esfuerzo de las autoridades a tramitar reformas de esa naturaleza (estructural), en el campo de los tributos, las transferencias a los gobiernos territoriales, las pensiones, reformas al Estado, etc.

Una interpretación más puntual de los resultados arroja hechos interesantes. Con base en el balance total, por ejemplo (panel B), durante la fase de crisis y recuperación (1999-2003), es decir, cuando el crecimiento económico ha sido inferior a su nivel potencial, el Gobierno nacional registró en promedio un déficit equivalente a -6,4% del PIB. De esa cuantía, -0,5% del PIB (es decir, el 8% del valor del déficit) se debió al bajo desempeño de la economía.

En contraste, en 2006 la economía registró una tasa de crecimiento por encima de su nivel potencial, lo cual incidió positivamente en el resultado fiscal de la administración central. Del déficit registrado en ese año, que ascendió a -4,5% del PIB, +0,8% corresponde a su componente cíclico. Nótese que dicho componente tiene el signo contrario al del déficit, lo cual captura los beneficios del crecimiento sobre el balance fiscal. Estos resultados también implican que si la economía hubiera crecido en 2006 a su nivel potencial, el déficit del Gobierno nacional hubiera sido de 5,3% del PIB (no de 4,5%) y el balance primario hubiera sido cercano a -1% del PIB (panel C).

2. ¿Qué tan procíclica ha sido la política fiscal en Colombia?

En Colombia se han escrito varios trabajos en donde se evalúa la postura fiscal del Gobierno frente al ciclo del crecimiento; por ejemplo: en el trabajo de Lozano y Aristizábal (2003) se encontró que entre 1991 y 2002 la política fiscal fue procíclica (allí se utilizan varias definiciones de impulsos fiscales como técnica de análisis). En Cárdenas *et al.* (2006) se encuentra el mismo resultado de prociclicidad de la política fiscal, para un período más extenso (1981-2005). En un trabajo más reciente, de Lozano y Toro (2007), se confirma que la política fiscal en Colombia ha tenido un perfil claramente procíclico durante las

últimas cuatro décadas (desde 1960). En este último trabajo se usa una técnica diferente a la de los impulsos fiscales, técnica que está cercanamente relacionada a la restricción presupuestaria intertemporal⁴. Los autores encuentran que por cada punto porcentual de aumento en la brecha del PIB (i. e.: de aumento del crecimiento observado frente a su nivel potencial), el superávit primario, en términos del PIB, cae en una quinta parte (es decir, aumenta el déficit fiscal). Este resultado no sólo corrobora los hallazgos previos para el caso colombiano, sino también el consenso internacional acerca de la prociclicidad de la política fiscal en los países emergentes.

REFERENCIAS

- Alesina, A.; Tabellini, G. (2005). «Why is Fiscal Policy often Procyclical?», Documento de trabajo, Cesifo, núm. 1556.
- Blanchard O.; Perotti, R. (1999). «An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output», Documento de trabajo, *NBER*.
- Cárdenas M.; Mejía, C.; Olivera, M. (2006). «La economía política del proceso presupuestal en Colombia», Documento de trabajo, Fedesarrollo, núm. 31.
- Gavin M.; Hausmann, R.; Perotti, R.; Talvi, E. (1996). «Managing Fiscal Policy in Latin America and the Caribbean: Volatility, Procyclicality, and Limited Creditworthiness», Documento de trabajo, Banco Interamericano de Desarrollo, núm. 326.
- Girouard, N.; Andre, C. (2005). «Measuring Cyclical-Adjusted Budget Balances for OECD Countries», Documento de trabajo, OCDE, núm. 434.
- Kaminsky, G.; Reinhart, C.; Vegh, C. (2004) «When it Rains It Pours: Procyclical Fiscal Policy and Macroeconomic Policies», *NBER*, Documento de trabajo, núm. 10780.
- Lozano, I.; Aristizábal, C. (2003). «Déficit público y desempeño económico en los noventa: el caso colombiano», *Desarrollo y Sociedad*, Universidad de los Andes, CEDE, núm. 52, septiembre.
- Lozano, I.; Toro, J. (2007). «Fiscal Policy through the Cycle: What has been the Colombian Experience», Borradores de Economía, Banco de la República, núm. 434.
- Manasse, P. (2006). «Procyclical Fiscal Policy: Shocks, Rules, and Institutions: A View from MARS», Documento de trabajo, Fondo Monetario Internacional, 06/27.
- Talvi, E.; Végh, C. (2000). «Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy», Documento de trabajo, *NBER*.

⁴ Los resultados se obtienen mediante la estimación de $S_t = a_0 + a_1 Gap_{t-1} + a_2 Debt_{t-1} + a_3 S_{t-1} + U_t$; donde S_t representa el superávit primario en el período t (en porcentajes del PIB), y Gap_{t-1} representa la brecha del PIB en el período previo. Esta regresión se controla por el coeficiente de deuda a PIB ($Debt$) y la variable dependiente rezagada. De acuerdo con Alesina y Tabellini (2005), Manasse (2006), y otros especialistas, $a_1 < 0$ es evidencia de una política fiscal procíclica. En el estudio citado para Colombia se encontró que $a_1 = -0,2$.

RECUADRO 7

LA DEUDA PÚBLICA Y LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

El nivel y la composición del gasto público y la forma como se financia, con impuestos y/ o con deuda, son aspectos primordiales para el crecimiento de las economías y para su estabilidad macroeconómica, la cual se ve particularmente afectada por el tamaño y la sostenibilidad de la deuda pública, en vista de su incidencia en la confianza de los inversionistas (en este recuadro se analizan algunos de estos aspectos).

La literatura ha reconocido que los ingresos y gastos del Estado pueden afectar el crecimiento económico a través de varios canales. Por un lado, por medio de las distorsiones que generan los impuestos sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes. Sobre este canal, la evidencia internacional no es contundente respecto a su impacto real. Por otro lado, la teoría de crecimiento económico enfatiza en que el Gobierno puede dinamizar la actividad productiva mediante los gastos de inversión en capital físico y humano. En particular, mayores gastos en educación, salud, infraestructura e investigación y desarrollo, incentivan el crecimiento de largo plazo¹. A su vez, el mayor crecimiento aumenta los recursos futuros del Estado para financiar el gasto en capital humano, generándose así círculos virtuosos en la economía. Además de sus efectos sobre el crecimiento, los impuestos y el gasto público pueden tener un impacto positivo sobre el desarrollo y el bienestar de la sociedad, puesto que la reasignación de los recursos y la inversión social permiten redistribuir más equitativamente la riqueza y reducir la pobreza.

La financiación sana del gasto público es un asunto que concierne no solo a las finanzas públicas sino también a la estabilidad macroeconómica. Se ha reconocido que el incremento en el gasto público puede producir un desplazamiento de la inversión privada si buena parte de su financiación se hace con deuda. La presión que puede ejercer el Gobierno por los recursos de deuda en el mercado local termina presionando al alza las tasas de interés. Por el lado de los mercados internacionales, las mayores contrataciones de crédito tienden a reevaluar el tipo de cambio. En este sentido, es deseable financiar de manera sana el gasto público (con impuestos), y tener un nivel de endeudamiento bajo, para mitigar los posibles riesgos de mercado y evitar efectos nocivos adicionales sobre la economía.

Como se observa en el Gráfico R7.1, los niveles de deuda del sector público colombiano han venido disminuyendo en los últimos años. Luego de alcanzar niveles que excedían el 50% del PIB en 2002 y 2003, la deuda pública disminuyó hasta cerca del 40% del PIB en

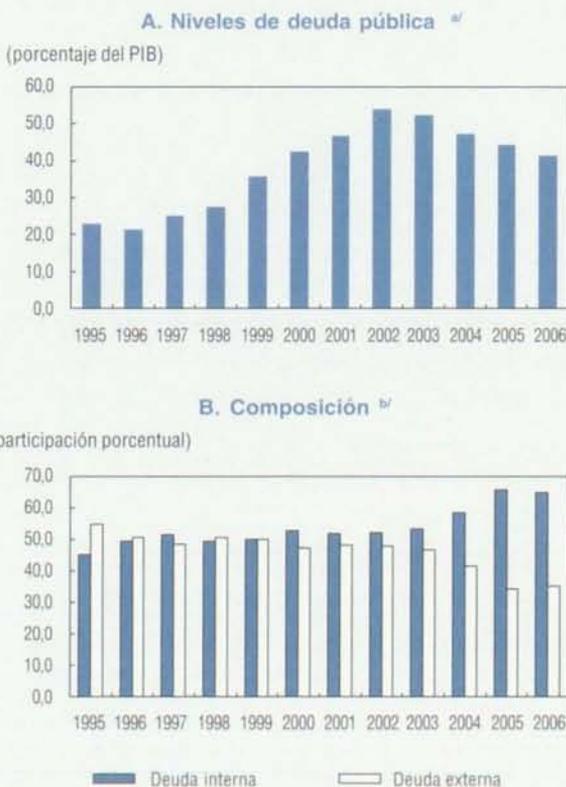
¹ Véanse, por ejemplo, David E. Bloom, David Canning y Jaypee Sevilla (2001), «The Effect of Health on Economic Growth: Theory and Evidence», Documento de trabajo, *NBER*, núm. 8587; Steve Dowrick (2003), «Ideas and Education: Level or Growth Effects?», *NBER*, núm. 9709; David Canning (1999), «Infrastructure's Contribution to Aggregate Output», Policy Research, Serie Documentos de trabajo, Banco Mundial.

2006. El proceso de ajuste fiscal iniciado a comienzos de esta década, el mejoramiento de las condiciones internas y externas de la economía y su positivo desempeño explican esta caída. Junto con esa reducción, también se ha venido registrando una sustitución de la fuente de recursos entre el mercado externo y el interno. Actualmente, una tercera parte de la deuda está contratada en el mercado externo y dos terceras partes en el local.

Aunque esta recomposición ha reducido la vulnerabilidad del sector público ante choques externos y crisis cambiarias, ha significado una mayor exposición del sistema financiero a los riesgos de mercado.

Estos tienen lugar cuando un cambio inesperado en la tasa de interés de los títulos de deuda pública desvaloriza los patrimonios de las entidades financieras, con lo cual se incrementa la probabilidad de una crisis. Tal fue la experiencia en Brasil a finales de los años noventa, cuando el incremento de las tasas externas, a raíz de la crisis asiática, eliminó el incentivo que atraía los capitales externos; lo que, sumado a la caída de los principales mercados bursátiles internacionales, indujo a los inversionistas extranjeros a hacer efectivas las ganancias previamente obtenidas en el mercado local brasileño. Ante la fuerte demanda de dólares y la pronta contracción de la liquidez, el Banco Central de Brasil elevó las tasas, aumentando la carga de la deuda pública interna sobre las cuentas fiscales, y produjo importantes pérdidas a muchos inversionistas institucionales².

Gráfico R7.1
Deuda pública de Colombia



a/ Corresponde a la deuda del sector público no financiero (SPNF) neta de pasivos intrapúblicos internos (bonos y pagarés).

b/ Corresponde a la deuda bruta del SPNF.

Fuente: Banco de la República.

² Organización de las Naciones Unidas (1998), «Impacto de la crisis asiática en América Latina».

Entre los analistas especializados hay consenso de que una deuda pública baja es más sostenible y contribuye a crear un ambiente de estabilidad económica; adicionalmente, ayuda a consolidar el sistema financiero mediante la reducción en las primas de riesgo, lo que se refleja en menores tasas de interés. Por el contrario, un nivel alto de endeudamiento genera un incremento en la percepción de riesgo de los inversionistas, lo cual estimula la fuga de capitales —“huida hacia la calidad”—. La salida de capitales conlleva una depreciación del tipo de cambio, que finalmente se transmite a los precios de bienes transables, aumentando la inflación. Se crea así un círculo vicioso que afecta la estabilidad macroeconómica y las actuaciones de la autoridad monetaria³. Por consiguiente, un adecuado nivel y manejo de la deuda pública es esencial para hacer sostenible las finanzas del Estado y para promover el desarrollo del mercado financiero local, que en respuesta ofrece beneficios de bajo costo y riesgo.

Sobre este particular no hay duda de que durante los últimos años las finanzas públicas en Colombia han evolucionado en la dirección deseada. No obstante, aún subsisten retos importantes que es necesario afrontar para consolidar su sostenibilidad en el mediano y largo plazos. En un estudio reciente del Banco de la República, realizado para el Gobierno General se muestra que la tendencia decreciente del coeficiente de deuda de los últimos años se podría revertir a partir de 2008, lo cual implicaría un esfuerzo adicional en términos del balance primario⁴, ⁵.

El nivel de la deuda externa requiere una mención especial. Existe evidencia internacional que muestra que hasta cierto nivel de endeudamiento externo los países obtienen beneficios sobre su crecimiento y sobre la inversión. No obstante, después de ese umbral el impacto es adverso. Un estudio realizado en 2003 para 55 países de ingresos bajos⁶ revela que por encima del 50% del PIB la deuda externa empieza a tener efectos negativos en el crecimiento y la inversión. Como se muestra en el Gráfico R7.2, la deuda externa colombiana está por debajo de dicho umbral y, en los últimos años, la tendencia ha sido a la baja. Las operaciones de sustitución de deuda externa por interna que ha realizado el Gobierno nacional y, de manera especial, la revaluación del tipo de cambio, explican buena parte de esta reducción del endeudamiento externo.

³ Adriana Nieto (2006), «Endeudamiento vs. *spreads*: inflación objetivo en Colombia: ¿susceptible a la dependencia fiscal?», tesis de Maestría, Facultad de Economía, Universidad de los Andes, Bogotá.

⁴ Grupo Macroeconomía 2006 (2006), «La economía colombiana: situación actual frente a los noventa y sus perspectivas», Borradores de Economía, Banco de la República, núm. 429.

⁵ El concepto de Gobierno general difiere de la definición de sector público consolidado en que excluye el balance fiscal de las empresas del sector público.

⁶ Benedict Clements, Rina Bhattacharya y Toan Quoc Nguyen (2003), «External Debt, Public Investment, and Growth in Low-Income Countries», Documento de trabajo, núm. WP/03/249.

Según el último estudio citado, existe también un efecto de desplazamiento entre el servicio de la deuda y la inversión pública, aunque la relación no es lineal. Un incremento en el servicio de la deuda de 1% del PIB reduce la inversión pública en 0,2% del PIB, mientras que si el servicio se reduce en 6% del PIB la inversión pública se incrementa entre 0,75% y 1% del PIB, lo cual aumenta el crecimiento económico per cápita en alrededor de 0,2%.

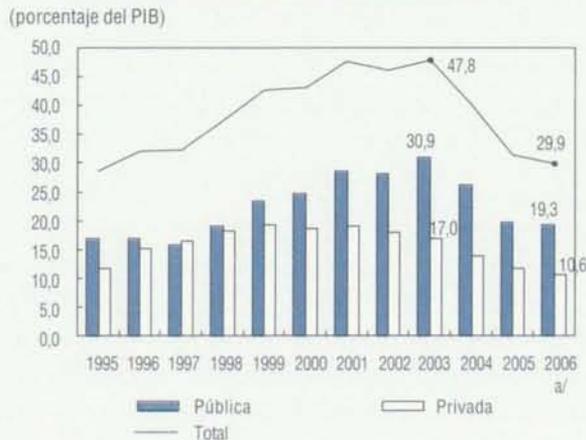
Como se anotó anteriormente, la inversión pública es crucial y el servicio de la deuda puede ser causante de un impacto negativo sobre el crecimiento.

Desde otra perspectiva, un déficit fiscal moderado reduce la vulnerabilidad ante choques externos y genera una mayor posibilidad para responder con políticas anticíclicas, a fin de suavizar las fluctuaciones del producto y enfrentar el desempleo. En las crisis, por ejemplo, es usual que se reduzca la recaudación fiscal a la vez que se generen presiones por incrementar los gastos con el fin ayudar a la recuperación económica. Los países que bajo condiciones normales logran mantener unas finanzas públicas sanas pueden responder en los períodos de recesión con políticas anticíclicas, porque al incrementar su déficit no necesariamente perderán la credibilidad del mercado, ni incurrirán en una deuda insostenible; por el contrario, países con altos déficits no tendrán el mismo grado de maniobra, e incluso se verán forzados a realizar mayores ajustes, acentuando con ello la crisis. La evidencia para los países en desarrollo muestra que, por una parte, estos se ven más afectados por choques externos, lo cual finalmente termina deteriorando sus finanzas públicas y, por otra, que sus políticas fiscales han sido de naturaleza procíclica.

Por las razones expuestas, unas cuentas fiscales sanas y una mayor transparencia en el uso de los recursos públicos le da al sector privado un entorno de mayor estabilidad, lo cual reduce la incertidumbre sobre la rentabilidad de sus inversiones. Por otro lado, aumenta la credibilidad en la autoridad fiscal y fortalece la imagen interna y externa del país,

Gráfico R7.2

Composición de la deuda externa



a/ Datos a noviembre de 2006.
Fuente: Banco de la República.

con el consiguiente beneficio en términos de acceso al crédito y estímulos a la inversión extranjera directa. Los anuncios y decisiones de política fiscal son determinantes para la formación de expectativas, y éstas, a su vez, son un factor primordial en los resultados de política. Si el mercado duda sobre la capacidad del Gobierno de generar superávits primarios para sostener la deuda en el largo plazo, la prima de riesgo de los bonos del Gobierno se incrementa, dificultando su manejo. Por esta razón es importante que el Gobierno maneje las expectativas del mercado a través de anuncios y acciones coherentes que le den confianza al mercado.

VIII. NIVEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

A. Indicadores de vulnerabilidad externa

El análisis de los indicadores de vulnerabilidad externa de la economía se centra en aquellos asociados con el nivel y con el flujo de caja de corto plazo del *stock* de la deuda externa. Si la economía genera los suficientes ingresos para atender el servicio de la deuda y financiar su déficit en cuenta corriente, en el futuro no enfrentará problemas de solvencia. Por esta razón los indicadores se construyen en función de las reservas internacionales. 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.

La estrategia de acumulación de reservas internacionales adoptada por el Banco reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar choques externos, los cuales pueden ser originados por choques a los términos de intercambio, pánicos financieros, contagios o, en general, eventos que lleven a sobrerreacciones de los inversionistas y a una reversión rápida de los flujos de capital.

En el Cuadro 26 se presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas (RIN) durante el período 2002-2006 para Colombia. Para los indicadores clasificados en los grupos A y B hubo una mejora considerable en los de amortizaciones y los de liquidez externa para el año 2006. Sin embargo, todavía algunos de ellos (RIN/servicio de la deuda año corriente; RIN/amortizaciones de deuda año corriente + déficit en cuenta corriente año corriente) muestran valores cercanos a 1 al finalizar 2006.

En la tercera parte del cuadro se observa que las reservas se han mantenido por encima de siete meses de importaciones, nivel superior a los estándares

Cuadro 26
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2002	2003	2004	2005	2006 (e)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares)	10.841	10.916	13.536	14.947	15.435
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	10.146	10.173	8.918	13.325	13.426
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del año en curso	1,07	1,07	1,52	1,12	1,15
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del siguiente año	1,07	1,22	1,02	1,11	1,57
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN/servicio de la deuda año corriente	0,86	0,87	1,19	0,92	0,95
RIN/servicio de deuda año siguiente	0,86	0,96	0,83	0,92	1,22
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	0,94	0,98	1,38	0,98	0,95
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	0,97	1,11	0,89	0,92	1,04
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes	10,77	9,88	10,23	8,91	7,45
RIN/M3 (porcentaje)	41,85	36,47	33,31	30,33	30,95
RIN/PIB	13,36	13,74	13,80	12,14	11,44

(e) estimado.
Fuente: Banco de la República.

internacionales para este indicador; por otra parte, también se muestra que a pesar del aumento en el saldo de las reservas, su tamaño con respecto al PIB en dólares no se ha elevado, y con respecto al tamaño de los depósitos en el sistema financiero registra un nivel similar al del año 2005.

B. Nivel actual de las reservas internacionales y criterios de administración

En diciembre de 2006 las reservas internacionales netas totalizaron US\$15.435,5 m, cuantía superior en US\$488,2 m al saldo registrado en diciembre de 2005²². Este aumento de las reservas internacionales lo determinó el rendimiento de las inversiones por US\$817,8 m, que compensó de sobra las ventas netas de reservas por US\$163,8 m, producto de las operaciones de intervención del Banco en el mercado cambiario, la disminución de las cuentas en dólares del Gobierno en el banco por US\$129,7 m y otras

²² 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 del mes de diciembre de 2006 y sus cifras provisionales, las cuales puede que no coincidan debido a redondeos.

operaciones propias (principalmente giros por importaciones) por US\$36 m. Como se mencionó en el capítulo IV, durante este período el Banco de la República compró reservas a través del mecanismo de intervención discrecional por un valor de US\$1.196,7 m, vendió divisas al Gobierno por US\$1.000 m y, a través de las opciones para el control de volatilidad, efectuó operaciones de compra de divisas por US\$583,8 m y operaciones de venta por US\$944,3 m.

Las reservas internacionales están compuestas, principalmente, por lo que se denomina el tramo de inversión, que constituye el 92,3% del total (US\$14.249,3 m) (Cuadro 27). El tramo de inversión comprende los recursos

Cuadro 27
Composición de las reservas internacionales

Descripción	Dic-05		Jun-06		Dic-06	
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje
Caja	179,9	1,2	3,0	0,0	2,7	0,0
Efectivo en caja	2,8	0,0	2,5	0,0	2,1	0,0
Depósitos a la orden	177,1	1,2	0,5	0,0	0,6	0,0
Inversiones	13.603,9	91,0	13.345,4	92,3	14.249,3	92,3
Portafolio directo	6.499,1	43,5	6.088,6	42,1	6.795,0	44,0
Portafolio de inversión	5.037,3		5.221,6		5.974,6	
Capital de trabajo	1.461,9		867,0		820,4	
Portafolio en administración	7.104,7	47,5	7.256,9	50,2	7.454,3	48,3
Oro	167,6	1,1	133,3	0,9	141,0	0,9
En caja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
En custodia	167,6	1,1	133,3	0,9	141,0	0,9
Fondo Monetario Internacional	583,5	3,9	609,3	4,2	626,8	4,1
DEG	175,0	1,2	186,5	1,3	196,8	1,3
Posición de reserva	408,5	2,7	422,8	2,9	430,0	2,8
Fondo Latinoamericano de Reservas	342,2	2,3	351,2	2,4	351,2	2,3
Aportes	322,2	2,2	331,2	2,3	331,2	2,1
Pesos andinos	20,0	0,1	20,0	0,1	20,0	0,1
Convenios internacionales	79,6	0,5	22,8	0,2	69,5	0,4
Total reservas brutas	14.956,6	100,1	14.465,0	100,0	15.440,4	100,0
Pasivos de corto plazo	9,3	0,1	3,8	0,0	4,7	0,0
Convenios internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bancos del exterior	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondo Latinoamericano de Reservas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valores por pagar, compra, inversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses causados por los pasivos	9,3	0,1	3,8	0,0	4,7	0,0
Total de reservas netas	14.947,3	100,0	14.461,2	100,0	15.435,7	100,0

Fuente: Banco de la República.

invertidos en activos financieros altamente líquidos y transables en el mercado secundario y es administrado en parte por el Banco de la República (portafolio directo) y también por firmas especializadas en el exterior (portafolio en administración). El portafolio directo tiene dos componentes: el capital de trabajo, o porción más líquida de las reservas y el portafolio de inversión. El saldo restante está distribuido en: i) la posición de reservas en el Fondo Monetario Internacional y el Fondo Latinoamericano de Reservas US\$761,2 m; ii) los derechos especiales de giro (DEG), por US\$196,8 m; iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US\$230,5 m, y iv) los depósitos a la orden y el efectivo en caja, por US\$2,7 m; así mismo, se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$4,7 m.

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, y una parte de ellas se mantiene como capital de trabajo, el cual comprende inversiones en los activos con la más alta liquidez en dólares, tales como depósitos a un término de un día en instituciones financieras, acuerdos de recompra con la Fed, letras del Tesoro de los Estados Unidos y notas a descuento de agencias con un vencimiento inferior a tres meses (que garantizan disponibilidad inmediata de liquidez).

Adicionalmente, y de acuerdo con los lineamientos anteriores (como ya se mencionó), una proporción del tramo de inversión de las reservas internacionales es manejada por entidades administradoras de fondos en el exterior. Estas firmas son escogidas mediante un riguroso sistema de selección que evalúa su experiencia en el negocio, el tamaño de los fondos que administran y la calidad de su proceso de inversión y gestión del riesgo. Como se ha mencionado en informes anteriores, estas entidades han mejorado el rendimiento de las reservas a través de un manejo especializado (Gráfico 35).

Del tramo de inversión, que comprende el rubro de «inversiones» en el cuadro anterior, el Banco de la República gestionó directamente US\$6.795,0 m (47,7% del total del tramo), incluido el capital de trabajo por US\$820,4 m. Las firmas especializadas, a saber: Barclays Global Investors, Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Financial, Wellington Management y Pacific Investment Management Co., administraron el restante 52,3% (US\$7.454,3 m). Durante 2006 el Banco de la República revisó el desempeño del programa de administración externa, lo que conllevó a la decisión de buscar un nuevo gestor, que reemplaza al administrador JP Morgan Investment Management Inc., cuyo contrato no se renovó en octubre 31 de 2006.

Gráfico 35

Evolución de la tasa de interés de los títulos del Tesoro estadounidense y del dólar frente al yen y el euro

A. Evolución de la tasa de rendimiento, nota del Tesoro a dos años y fondos federales en los Estados Unidos, 2006 ^{a/}



B. Euro frente al dólar, 2006 ^{b/}



C. Yen frente al dólar, 2006 ^{c/}



a/ La relación inversa entre precio y tasa de rendimiento implica que a medida que aumenta la tasa de rendimiento, disminuye el precio de un activo de renta fija.

b/ La cotización directa euro/dólar implica que el euro pierde valor a medida que se aproxima a cero.

c/ La cotización inversa dólar/yen implica que el yen pierde valor a medida que se aleja de cero.

Fuente: Bloomberg, L.P.

El tramo de inversión se concentra, principalmente, en el sector soberano, incluyendo activos de corto y largo plazos, con un 73,5% del portafolio, y la proporción restante se distribuye entre los demás sectores, así: 11,2% en el sector bancario, 11,9% en el corporativo, 1,2% en el supranacional, y 2,2% en acuerdos de recompra en la Fed. A diciembre de 2006 la distribución por calidad crediticia, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas²³, fue la siguiente: 48,3% P-1²⁴, 44,9% AAA, 1,0% AA, 3,6% A y

²³ Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings.

²⁴ En la escala de las calificaciones de corto plazo, P-1 representa la mejor calificada.

2,2% en acuerdos de recompra en la Fed. La distribución del riesgo crediticio refleja el estricto criterio de seguridad con que se administran las reservas internacionales.

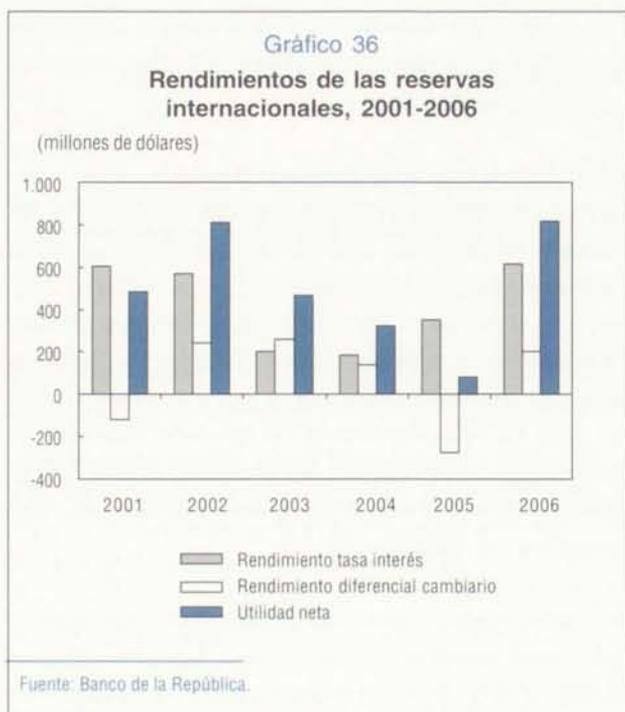
En el Cuadro 28 se presentan los rendimientos para 2006 obtenidos por cada administrador o encargado de una porción del tramo de inversión de las reservas; adicionalmente, y como parámetro básico de evaluación de la gestión, se muestra el rendimiento del índice de referencia, o portafolio teórico, el cual maximiza el rendimiento, teniendo en cuenta el perfil de riesgo de rendimiento de los fondos entregados a cada administrador, y la diferencia entre el rendimiento obtenido por el administrador y su respectivo índice. Una diferencia positiva indica que el administrador ha podido superar el rendimiento mínimo deseado. En el caso del capital de trabajo, al no ser la rentabilidad sino la liquidez el objetivo primordial de estos fondos, no hay un índice de referencia para comparar su gestión.

El rendimiento del tramo de inversión de las reservas durante 2006 aumentó significativamente frente al año inmediatamente anterior. En el mercado de renta fija el desempeño positivo estuvo directamente atado al comportamiento alcista de las tasas de interés en los mercados de los Estados Unidos, Alemania y Japón, donde se invierten principalmente las reservas. Si bien el desempeño de las inversiones en bonos de plazos superiores a un año fue desfavorable (dada la relación inversa entre el precio de estos activos y la tasa de interés), este estuvo más que compensado por el rendimiento de las inversiones de corto plazo en los Estados Unidos que, al estar ligadas al nivel de las tasas de corto plazo, se vieron favorecidas por el aumento consecutivo

Cuadro 28
Rendimiento de los portafolios de las reservas internacionales,
diciembre 31 de 2005 a diciembre 31 de 2006
 (porcentaje)

Administrador	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia
Banco de la República ^{a/}	5,54	5,58	(0,04)
Barclays Global Investors	6,01	5,87	0,13
JP Morgan Investment Management ^{b/}	4,49	4,78	(0,29)
Goldman Sachs Asset Management	4,32	4,19	0,13
BlackRock Financial	4,43	4,19	0,24
Wellington Management	4,51	4,19	0,32
Pacific Investment Management Co.	5,75	5,87	(0,12)
Capital de trabajo	5,03		

^{a/} No incluye capital de trabajo.
^{b/} Hasta octubre 31 de 2006.
 Fuente: Banco de la República.



de las tasas de interés de referencia (fondos federales) hasta junio de 2006, debido a que los títulos a plazos cortos siempre se pudieron reinvertir a lo largo del año a tasas superiores.

Adicionalmente, el desempeño de las otras monedas del portafolio frente al dólar estadounidense fue positivo para el portafolio de reservas internacionales, marcando una recuperación frente al efecto revaluacionista de dicha moneda durante 2005. El euro se apreció 11,4%, generando una valorización en las inversiones denomina-

das en esta moneda, mientras que el yen japonés se debilitó 1,15%, causando una desvalorización en la respectiva porción del portafolio. Finalmente, las reservas también se beneficiaron del aumento en el precio del oro, el cual se apreció 23,9% durante 2006.

El rendimiento neto del total de las reservas internacionales a diciembre 31 de 2006 fue de US\$815,2 m. Las ganancias debidas a movimientos en las tasas de interés y diferencial cambiario sumaron US\$456,7 m, mientras que los rendimientos por causación de interés ascendieron a US\$358,5 m (Gráfico 36).

IX. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. Resultados a diciembre de 2006

Durante 2006 el Banco obtuvo utilidades por \$1.624 mm, producto de ingresos por \$2.730 mm y egresos por \$1.106 mm (Cuadro 29). Frente a 2005, las utilidades fueron superiores en \$1.299 mm, principalmente como resultado de mayores ingresos por \$1.556 mm.

El aumento de ingresos surge del creciente rendimiento de las reservas internacionales, \$1.738,1 mm, y de las operaciones de liquidez mediante las cuales el Banco entrega de manera transitoria recursos al sistema financiero,

Cuadro 29
Estado resumido de pérdidas y ganancias del Banco de la República
(miles de millones de pesos)

	Ejecución		Var. anual absoluta: B - A
	Dic. de 2005 A	Dic. de 2006 B	
Ingresos	1.174,0	2.729,5	1.555,4
Monetarios	1.031,9	2.569,9	1.538,0
Corporativos	142,1	159,5	17,4
Egresos	848,8	1.105,6	256,8
Monetarios	640,6	605,7	(34,9)
Corporativos	275,8	312,4	36,6
Pensionados	(67,6)	187,5	255,0
Resultados del ejercicio	325,2	1.623,9	1.298,7

Fuente: Banco de la República.

\$188,7 mm; lo cual compensó el menor ingreso por valoración del portafolio de TES en poder del Banco (\$420,6 mm) (Cuadro 30).

El rendimiento de las reservas internacionales en 2006 (\$1.922,2 mm) se explica por: i) el nivel de tasas de interés; ii) la valorización del portafolio, y iii) el diferencial cambiario como resultado del fortalecimiento del euro frente al dólar. Mientras que en 2005 el euro y el yen se depreciaron frente al dólar en 13,2% y 15,2%, respectivamente, en 2006 la apreciación del euro fue del 11,8%, dando como resultado una rentabilidad del portafolio (5,35%) superior a la registrada en 2005 (0,65%).

Por otra parte, los mayores ingresos generados por operaciones de liquidez (\$188,7 mm), obedecen a: i) el aumento promedio en la compra transitoria de títulos al sistema financiero por \$2.873 mm, y ii) el incremento en la tasa de interés de intervención del Banco.

En relación con los egresos monetarios, estos registraron una disminución de \$34,9 mm frente al año anterior, principalmente, por: i) el cambio en la fórmula de remuneración de los depósitos del Gobierno nacional, ii) menores pagos de comisión a los administradores externos del portafolio de las reservas internacionales y, iii) la diferencia en cambio, dada la apreciación del peso frente al dólar, que en 2006 fue de 1,99% frente a 4,42% de 2005.

Por su parte, los egresos corporativos del Banco (\$312,4 mm) presentaron un incremento de \$36,6 mm; sin embargo, al descontar los egresos sobre los cuales el Banco no tiene ingerencia directa (impuestos, contribuciones,

Cuadro 30
Pérdidas y ganancias del Banco de la República,
diciembre de 2005 a diciembre de 2006
(miles de millones de pesos)

	Ejecución		Variaciones anuales: B/A	
	Dic. 05 A	Dic. 06 B	Porcentual	Absoluta
1. Ingresos de P y G	1.174,0	2.729,5	132,5	1.555,4
1.1 Ingresos monetarios	1.031,9	2.569,9	149,0	1.538,0
1.1.1 Intereses y rendimientos	912,5	2.419,3	165,1	1.506,8
Reservas internacionales	184,1	1.922,2	944,3	1.738,1
Operaciones de liquidez-repos y apoyos transitorios	115,4	304,1	163,5	188,7
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	593,0	172,4	(70,9)	(420,6)
Cartera de crédito, valoración de otros títulos ^{a/}	20,1	20,7	3,0	0,6
1.1.2 Diferencias en cambio	42,9	25,9	(39,7)	(17,0)
1.1.3 Moneda metálica	54,5	76,2	39,9	21,7
1.1.4 Otros ^{b/}	22,0	48,6	120,6	26,5
1.2 Ingresos corporativos	142,1	159,5	12,3	17,4
2. Egresos de P y G	848,8	1.105,6	30,3	256,8
2.1 Egresos monetarios	640,6	605,7	(5,4)	(34,9)
2.1.1 Intereses y rendimientos	446,4	430,1	(3,6)	(16,2)
Encaje en cuentas de depósito	110,3	117,0	6,1	6,7
Cuentas de depósito, Dirección del Tesoro Nacional	308,0	295,9	(3,9)	(12,1)
Gastos en administración de reservas internacionales	28,1	17,2	(38,6)	(10,8)
2.1.2 Diferencias en cambio	63,0	37,0	(41,3)	(26,0)
2.1.3 Costo de emisión y distribución de especies monetarias	124,7	128,4	3,0	3,7
2.1.4 Otros ^{c/}	6,6	10,2	55,4	3,6
2.2. Egresos corporativos	275,8	312,4	13,3	36,6
2.2.1 Gastos de personal	174,5	184,7	5,8	10,2
2.2.2 Gastos generales	42,3	44,2	4,4	1,8
2.2.3 Impuestos	7,0	8,1	16,5	1,1
2.2.4 Seguros	7,6	7,3	(3,7)	(0,3)
2.2.5 Contribuciones y afiliaciones	3,5	5,3	51,6	1,8
2.2.6 Gastos culturales	7,2	8,2	13,7	1,0
2.2.7 Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros ^{d/}	33,6	54,5	62,2	20,9
2.3 Gastos de pensionados ^{e/}	(67,6)	187,5	377,5	255,0
3. Resultado operacional (1 - 2)	325,2	1.623,9	399,3	1.298,7

a/ Líneas de crédito externas y Gobierno nacional, 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.

seguros y la provisión sobre la deuda reestructurada con el Banco Central de Cuba), el aumento fue de 1,2%, como resultado del control del gasto. Se destaca el bajo crecimiento de los gastos de personal (5,8%) y el de gastos generales de la entidad (4,4%). En términos reales, los gastos generales decrecieron 0,1% y los gastos de personal crecieron 1,3%, a pesar del aumento establecido por la convención colectiva. La planta de personal del Banco para el año pasado se redujo en 23 empleados. Todo lo anterior, en coherencia con una política permanente de racionalización de los gastos de personal y de funcionamiento de la entidad.

El gasto neto de pensionados a diciembre de 2006 ascendió a \$187,5 mm, producto de i) menores ingresos (\$153,8 mm) del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional, dada la disminución de los precios de los TES B, y ii) mayores provisiones actuariales de acuerdo con la reglamentación vigente.

B. Constitución de reservas y distribución de utilidades

Conforme a lo previsto en la Ley 31 de 1992 y en los Estatutos del Banco, la JDDBR dispuso hacer un traslado en dólares al Gobierno nacional equivalente a \$1.186 mm (US\$533 m), aumentar la reserva para fluctuación de monedas en \$458 mm y descontar \$3,7 mm resultantes de la inversión de bienes para la actividad cultural en 2006 (Cuadro 31).

En consecuencia, la composición de las reservas patrimoniales que resulta es la siguiente: i) reserva para fluctuación de monedas: \$1.340,8 mm²⁵, ii)

Cuadro 31	
Distribución de utilidades de 2006 y utilización de reservas del Banco de la República	
(Crecimiento porcentual anual)	
Miles de millones de pesos	
I. Recursos por distribuir	1.648,45
A. Utilidades de 2006	1.623,88
B. Utilización de reservas	24,56
Reserva para protección de activos	24,02
Reserva resultados cambiarios	0,54
II. Asignaciones	1.648,45
A. Gobierno nacional	1.186,26
B. Inversión neta en bienes para actividad cultural	3,70
C. Reserva para fluctuación de monedas	458,48

Fuente: Banco de la República.

²⁵ Recursos destinados a cubrir eventuales pérdidas por la fluctuación de las tasas de cambio del dólar frente a las otras divisas que componen las reservas internacionales.

reserva para protección de activos: \$44,6 mm, y iii) reserva de resultados cambiarios: \$12,3 mm. De acuerdo con lo previsto en los Estatutos, no se constituyó reserva de estabilización monetaria y cambiaria, debido a que no se proyectan pérdidas para los próximos dos años.

C. Estructura financiera del Banco de la República

1. Activo

Los activos del Banco de la República totalizaron \$49.567 mm al cierre de 2006, superiores en \$2.949 mm, un 6,3%, frente a 2005 (Cuadro 32). Los principales rubros fueron:

- Las operaciones repo, utilizadas para otorgar liquidez transitoria, presentaron un saldo de \$6.636 mm, superior en \$2.586 mm al registrado al 31 de diciembre de 2005.
- Las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, aumentaron \$403 mm, equivalente a US\$484 m²⁶, al pasar de \$34.165 mm al cierre de 2005 a \$34.568 mm en diciembre de 2006 (US\$14.957 m en 2005 frente a US\$15.440 m en 2006).
- La variación de reservas durante 2006 se originó en los mayores ingresos por rendimientos de caja, \$1.365 mm (US\$610 m), y el incremento en las causaciones y valuaciones, \$479 mm (US\$214 m).
- El portafolio de inversiones en moneda nacional, valorado a precios de mercado, registró un saldo de \$2.473 mm, inferior en \$131 mm al del año 2005, como resultado, principalmente, del vencimiento de TES por \$282 mm y la desvalorización del portafolio de TES del Banco por \$52 mm. Cabe anotar que estos efectos se compensaron parcialmente con la compra neta de TES por \$203 mm.

2. Pasivo

En 2006 los pasivos ascendieron a \$32.921 mm, monto superior en \$2.724 mm (9,0%) frente al observado en 2005. Esta variación fue causada por el aumento de la base monetaria en \$4.227 mm (18,5%), producto del mayor aumento del efectivo en poder del público: \$3.768 mm (23,1%), y, del incremento de la reserva bancaria, \$460 mm (7,1%). En el resto de los pasivos, lo más destacado fue la disminución de los depósitos del Gobierno, que cayeron \$1.177 mm (31,6%).

²⁶ La variación en pesos obedece a la reexpresión en moneda nacional de las reservas internacionales, \$1.060 mm, menos la diferencia en cambio debido a la revaluación del peso, \$660 mm.

Cuadro 32
Balance del Banco de la República,
diciembre de 2005 a diciembre de 2006
(miles de millones de pesos)

	Diciembre de 2005		Diciembre de 2006		Variación	
	Saldos	Porcentaje	Saldos	Porcentaje	Absoluta	Porcentual
Activos	46.617,7	100,0	49.567,2	100,0	2.949,5	6,3
Reservas internacionales brutas	34.164,9	73,3	34.567,9	69,7	403,0	1,2
Aportes en organismos internacionales	2.834,0	6,1	2.802,0	5,7	(32,0)	(1,1)
Inversiones	2.603,6	5,6	2.472,9	5,0	(130,7)	(5,0)
Sector público regulación monetaria	2.550,5	5,5	2.405,1	4,9	(145,4)	(5,7)
Bonos de capitalización banca pública y otros	53,1	0,1	67,9	0,1	14,8	27,8
Cartera de créditos	2,4	0,0	0,7	0,0	(1,7)	(69,7)
Sector público Gobierno Nacional	2,1	0,0	1,8	0,0	(0,3)	(13,9)
Corporaciones financieras	1,4	0,0	0,0	0,0	(1,4)	(100,0)
Provisión	(1,1)	(0,0)	(1,1)	(0,0)	0,0	(1,7)
Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez	4.050,4	8,7	6.636,3	13,4	2.585,9	63,8
Cuentas por cobrar	36,0	0,1	39,5	0,1	3,5	9,7
Otros activos netos	2.926,4	6,3	3.047,8	6,1	121,5	4,3
Pasivo y patrimonio	46.617,7	100,0	49.567,2	100,0	2.949,5	6,3
Pasivo	30.196,7	64,8	32.920,6	66,4	2.723,9	9,0
Pasivos M/E que afectan res. intern.	21,0	0,0	11,1	0,0	(9,9)	(47,2)
Base monetaria	22.804,6	48,9	27.031,8	54,5	4.227,2	18,5
Billetes en circulación	19.177,8	41,1	23.925,0	48,3	4.747,2	24,8
Moneda de tesorería	461,2	1,0	537,9	1,1	76,7	16,6
Depósitos para encaje bancos	2.971,0	6,4	2.380,7	4,8	(590,3)	(19,9)
Depósitos en cta. cte. resto sec. finan.	194,6	0,4	188,3	0,4	(6,3)	(3,2)
Otros depósitos	131,8	0,3	111,2	0,2	(20,6)	(15,6)
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional	3.725,1	8,0	2.547,9	5,1	(1.177,2)	(31,6)
Obligaciones con organismos internacionales	2.284,6	4,9	2.243,4	4,5	(41,2)	(1,8)
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	0,3	0,0	0,0	0,0	(0,3)	(100,0)
Cuentas por pagar	58,3	0,1	60,2	0,1	1,9	3,2
Otros pasivos	1.171,0	2,5	915,0	1,8	(256,0)	(21,9)
Patrimonio total	16.421,0	35,2	16.646,6	33,6	225,6	1,4
Capital	12,7	0,0	12,7	0,0	0,0	0,1
Reservas	1.867,7	4,0	1.397,7	2,8	(470,0)	(25,2)
Superávit patrimonial	13.221,4	28,4	12.567,0	25,4	(654,4)	(4,9)
Liquidación CEC	453,5	1,0	453,5	0,9	(0,0)	(0,0)
Ajuste cambiario desde 1993 en adelante y superávit	12.679,1	27,2	12.022,5	24,3	(656,6)	(5,2)
Otros	88,8	0,2	91,0	0,2	2,2	2,5
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	994,0	2,1	1.045,3	2,1	51,3	5,2
Resultados	325,2	0,7	1.623,9	3,3	1.298,7	399,3
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	325,2	0,7	1.623,9	3,3	1.298,7	399,3

Fuente: Banco de la República.

3. Patrimonio

El saldo del patrimonio al término de 2006 aumentó \$226 mm con respecto al cierre de 2005, al pasar de \$16.421 mm a \$16.647 mm. Esta variación refleja: i) las mayores utilidades por \$1.297 mm (399%); ii) la reducción del superávit patrimonial por cuenta del ajuste de cambio \$657 mm (5,2%), debido a la revaluación del peso con respecto al dólar, y iii) menores reservas por \$470 mm (25,2%), debido a la utilización de parte de la reserva por fluctuación de monedas para entrega de utilidades en 2006.

D. Proyección de utilidades para 2007

En 2007 se proyectan utilidades de \$1.288,0 mm, inferiores en \$335,9 mm a las observadas en 2006 (Cuadro 33), como resultado, básicamente, de menores ingresos por reservas internacionales (\$254,1 mm), de mayores egresos por intereses sobre el encaje y remuneración a las cuentas de depósito del Gobierno nacional; esta última está asociada con el aumento en las tasas de intervención del Banco de la República y el mayor saldo promedio proyectado en los depósitos del Gobierno. Otros factores negativos sobre las utilidades son el descenso de las comisiones fiduciarias y el incremento del costo de emisión y distribución de especies monetarias.

La proyección de ingresos de las reservas internacionales suponen una tasa de rendimiento de 4,54% para 2007, inferior a la observada en 2006 (5,35%). Dicho ajuste en la tasa de rentabilidad del portafolio de reservas recoge la expectativa de menores tasas de interés de los Estados Unidos por parte de la Reserva Federal. Este cambio tendría un impacto positivo en el precio de los activos de las reservas internacionales, pero, a su vez, y más significativo aún, sería el efecto negativo en el flujo de intereses de los nuevos títulos.

Es importante aclarar que en esta proyección no se incorporan los posibles efectos por variación en las tasas de cambio de las monedas del portafolio de reservas. Por lo tanto, los ingresos esperados están sujetos a la incertidumbre con respecto al comportamiento de las tasas de cambio del dólar frente al euro y al yen.

Otros rubros que vale la pena destacar son:

- El incremento de los ingresos por repos, que obedece a una estimación de mayor demanda por base monetaria y al aumento en la tasa de intervención del Banco de la República. Los menores ingresos por comisiones de servicios bancarios y de negocios fiduciarios toman en cuenta la rebaja de tarifas de administración de los títulos TES vigente desde julio de 2006 y el descenso en el volumen de operaciones en el SEN.

Cuadro 33

Estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2006-2007

(miles de millones de pesos)

	Diciembre	Proyectado	Variación	
	2006 (A)	2007 (B)	Porcentual (B/A)	Absoluta (B - A)
I. Ingresos totales	2.729,5	2.468,8	(9,5)	(260,6)
1. Ingresos operacionales	2.687,5	2.459,1	(8,5)	(228,3)
Intereses y rendimientos	2.419,3	2.207,8	(8,7)	(211,5)
Reservas internacionales	1.922,2	1.668,1	(13,2)	(254,1)
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	172,4	166,3	(3,5)	(6,1)
Operaciones de liquidez-repos y apoyos transitorios	304,1	368,3	21,1	64,2
Otros ^{a/}	20,7	5,0	(75,6)	(15,6)
Comisiones	139,4	100,7	(27,7)	(38,7)
Diferencias en cambio	25,9	3,4	(87,0)	(22,5)
Otros ^{b/}	102,9	147,3	43,1	44,4
2. Ingresos no operacionales	42,0	9,7	(76,9)	(32,3)
II. Egresos totales	1.105,6	1.180,9	6,8	75,3
1. Egresos operacionales	1.102,3	1.175,1	6,6	72,8
Intereses y rendimientos	430,1	514,2	19,5	84,0
Encaje y cuentas de depósito DTN	412,9	493,3	19,5	80,4
Gastos en administración de reservas internacionales	17,2	20,8	20,9	3,6
Diferencias en cambio	37,0	21,6	(41,6)	(15,4)
Costo de emisión y distribución de especies monetarias	128,4	183,4	42,9	55,0
Gastos de personal	184,7	199,1	7,8	14,4
Pensiones de jubilación	187,5	127,2	(32,2)	(60,3)
Gastos generales	44,2	46,7	5,7	2,5
Otros ^{c/}	90,4	82,9	(8,3)	(7,5)
2. Egresos no operacionales	3,3	5,8	73,9	2,5
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio	1.623,9	1.288,0	(20,7)	(335,9)

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.

- La disminución esperada en el gasto de pensiones (\$60,3 mm) sería resultado de los mayores rendimientos generados por el portafolio constituido con recursos del pasivo pensional (\$38,6 mm), y la menor provisión esperada del pasivo pensional (\$33,4 mm).

Dado que el principal determinante para la obtención de las utilidades proyectadas es el rendimiento de las reservas internacionales, la variación en las tasas de cambio de las monedas de reserva frente al dólar son una variable importante que debe considerarse en la distribución de utilidades por parte del Banco, debido a que de acuerdo con los Estatutos del Banco, dependiendo de su comportamiento es necesario constituir, entre otras, una reserva para fluctuación de monedas²⁷.

²⁷ Recursos destinados a cubrir eventuales pérdidas por la fluctuación de las tasas de cambio del dólar frente a las otras divisas que componen las reservas internacionales.