

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

INTRODUCCIÓN

La economía colombiana continúa creciendo vigorosamente. Durante el primer trimestre de 2007 el producto interno bruto (PIB) alcanzó una tasa de 8%, con lo cual se completan tres trimestres consecutivos de crecimientos superiores al 7%. El dinamismo durante el primer trimestre fue liderado por la inversión y el consumo de los hogares. Por su parte, el consumo público disminuyó, acorde con las metas de déficit consolidado para el presente año. Esta es sin duda una composición de la demanda agregada que puede considerarse apropiada.

La inversión, impulsada principalmente por una mayor formación bruta de capital en infraestructura pública y en maquinaria y equipo, favorece la sostenibilidad del crecimiento, al ampliar el producto potencial de la economía e incrementar su productividad. El mayor consumo de los hogares irriga los beneficios del crecimiento económico a amplios segmentos de la población, a la vez que se observa moderación en el consumo público. En el frente externo, las exportaciones continúan aumentando a un ritmo saludable, superior al 9% en términos reales, al tiempo que las importaciones muestran un fuerte aumento, como reflejo de una economía pujante que requiere importar bienes de capital y materias primas para mejorar su competitividad y continuar su expansión.

Desde el punto de vista de la oferta, sobresale el dinamismo que alcanzan la construcción, la industria, el comercio y el sector de transporte y comunicaciones. La fortaleza que exhibe la economía se viene reflejando poco a poco en una caída del desempleo y en una mejor calidad del empleo, como lo muestran las cifras recientemente divulgadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), a pesar de las dificultades de comparación estadística ante los cambios metodológicos introducidos en las encuestas de hogares en 2006.

Este buen desempeño ubica hoy en día a Colombia entre las economías de mayor crecimiento no sólo en América Latina sino en el mundo. Los inversionistas de países desarrollados son los primeros en reconocer este

buen momento y en valorar las prometedoras perspectivas económicas; por eso pugnan por entrar al país, como lo comprueban las sorprendentes cifras de inversión extranjera y el elevado precio que han alcanzado los activos estatales y privados que se han puesto en venta a través de subastas públicas.

Las decisiones de incrementar las tasas de interés que ha venido adoptando la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) durante los pasados quince meses buscan preservar y prolongar este buen momento de la economía. Como el atleta que requiere dosificar sus fuerzas en una larga maratón, asimismo la economía requiere moderación en su crecimiento, para no caer exhausta. En términos económicos, esto significa que es importante tratar de suavizar el ciclo económico, para evitar que un crecimiento que supere la capacidad productiva de la economía termine en un desborde inflacionario o en desbalances externos insostenibles, que menoscaben la confianza, ahuyenten a los inversionistas y hagan perder una oportunidad histórica de desarrollo económico, difícil de repetir.

Durante los primeros cuatro meses de 2007 la inflación adquirió una dinámica creciente, al pasar de 4,5% en diciembre a 6,3% en abril, superando el techo del rango meta establecido para 2007 (entre 3,5% y 4,5%). En mayo y junio se observó una disminución en la variación anual de los precios al consumidor a 6%. Como se explica en el presente Informe, el repunte de la inflación tuvo un origen diverso. En parte, obedeció a choques de oferta, que presionaron al alza el precio de los alimentos, cuya inflación anual a junio alcanzó el 9,7%. Entre los factores que explican este comportamiento cabe mencionar el fenómeno de El Niño; el alza en los precios internacionales de productos básicos que son insumos para la fabricación de biocombustibles y la fuerte demanda de Venezuela, particularmente de carne. Por su parte, el fuerte incremento de la demanda interna (11%) ha añadido una presión importante sobre los precios de distintos rubros de la canasta familiar, además de los alimentos. Aunque algunos de estos factores, como el fenómeno de El Niño, fueron transitorios, y por tanto sus efectos ya comienzan a desaparecer, otros tienen un carácter más duradero, por lo cual se ha requerido una reacción de la autoridad monetaria.

Reconociendo el carácter duradero de algunos de estos choques y la posibilidad de que los excesos de demanda agregada agudizaran las presiones inflacionarias, desde abril de 2006 la JDBR comenzó a modificar gradualmente la postura de la política monetaria hacia una posición más restrictiva. Al anticiparse a las presiones inflacionarias, se logró ganar tiempo para permitir que los mecanismos de transmisión, mediante los cuales actúa la política monetaria, pudieran comenzar a operar. Como se discute en este documento, la operación de dichos mecanismos ha sido lenta, en parte, como resultado de un crecimiento muy acelerado del crédito bancario, asociado con la recomposición del portafolio de los bancos desde inversiones

en TES hacia cartera. En vista de esta situación y con el objeto de acelerar la transmisión de la política monetaria hacia el crédito y la demanda agregada, a comienzos de mayo la JDBR decidió establecer un encaje marginal sobre los pasivos del sistema bancario. Las decisiones sobre tasas de interés tomadas de forma oportuna, y el reciente establecimiento del encaje marginal, han sido fundamentales para evitar un disparo de las expectativas inflacionarias, las cuales hubieran introducido otro elemento de presión sobre el nivel general de precios.

Otra variable que ha ocupado la atención de la JDBR en el primer semestre del presente año es el comportamiento de la tasa de cambio. Este Informe dedica una sección al análisis de la evolución de la tasa de cambio nominal y real, sus determinantes de corto y de largo plazos, y la política de intervención en el mercado cambiario. Una conclusión importante radica en que la apreciación frente al dólar estadounidense es un fenómeno común en numerosas monedas de América Latina y otras regiones del mundo, razón por la cual la tasa de cambio real bilateral de Colombia con respecto a diversos países sólo se ha apreciado marginalmente en el período 2003-2006, y en algunos casos, incluso se ha depreciado, como ha ocurrido frente al bolívar de Venezuela. Entre otros factores, esto explica que la pérdida de competitividad no haya sido tan pronunciada como pudiera pensarse. Esto lo comprueba la dinámica que continúan mostrando las exportaciones, al crecer 17,3% en dólares entre enero y abril de 2007, al igual que el sector transable de la economía, que en términos reales lo hizo en 8,5% en el primer trimestre de 2007, por encima del correspondiente incremento del sector no transable (7,8%).

Así mismo, el documento profundiza en el análisis de los determinantes de la tasa de cambio real y concluye que la apreciación real del peso colombiano ha obedecido a una confluencia de factores permanentes y transitorios. Entre los primeros se identifican la devaluación del dólar, las ganancias en productividad y las mayores remesas de trabajadores colombianos en el exterior. Entre los factores transitorios, pero que se han prolongado en el tiempo, se señalan los favorables términos de intercambio, el incremento de la inversión extranjera directa, la expansión de la demanda interna, las menores primas de riesgo y el diferencial de tasas de interés en favor del país. El énfasis en la tasa de cambio real ayuda a entender el papel de la demanda agregada y de los precios relativos en la determinación de esta variable; igualmente, aclara las razones por las cuales un esfuerzo de ahorro público y privado contribuye a reducir las presiones hacia la apreciación, particularmente ante el fuerte incremento de las inversiones pública y privada, como el que se viene presentando.

En el contexto anterior, el Informe examina la política de intervención en el mercado cambiario en sus diversas etapas desde 2003. El análisis muestra

que las condiciones macroeconómicas bajo las cuales la intervención cambiaria se desenvuelve son fundamentales para su efectividad. Más específicamente, la coherencia entre las políticas monetaria y cambiaria, en el sentido de que las decisiones de tasas de interés refuercen la señal de mercado que provee la intervención cambiaria, es una condición necesaria para que esta última alcance sus objetivos. La experiencia lo ha demostrado. Como se discute en el Informe, los episodios de intervención en 2003 y 2005 mostraron efectividad en términos de modificar el comportamiento de la tasa de cambio, debido a que existió coherencia entre ambas políticas: en esas oportunidades los movimientos de la tasa de interés no entraron en contradicción, sino que reforzaron los objetivos de la intervención.

No obstante, la posibilidad de preservar esa coherencia depende de la posición de la economía en cada momento, y concretamente de la política de tasa de interés necesaria para lograr el objetivo de inflación. Si, como viene ocurriendo desde el segundo trimestre de 2006, las condiciones económicas son tales que la autoridad considera necesario aumentar la tasa de interés para asegurar el objetivo de inflación, puede eventualmente producirse una situación de incoherencia con una política de intervención orientada a moderar la apreciación. La experiencia entre enero y abril de 2007 lo ilustra claramente. A pesar de haberse llevado a cabo compras discrecionales de divisas en ese período por un monto similar al de todo el año 2005, muy poco fue lo que se logró en términos de moderar la apreciación. En tales circunstancias, no se puede mantener de manera permanente la política de intervención discrecional. Insistir en ella pudiera comprometer el logro de la meta de inflación y debilitar el esquema de inflación objetivo. Así, a partir de mayo cesó la intervención discrecional, y en la actualidad sólo opera la intervención a través de opciones para el control de la volatilidad.

Por otra parte, al observar el inicio de una fuerte entrada neta de capitales privados, originados en endeudamiento externo, la JDBR tomó la decisión de establecer un depósito no remunerado en pesos por un período de seis meses, equivalente al 40% de los desembolsos de crédito externo. Posteriormente, el Gobierno extendió esta medida para los capitales de portafolio. Los datos más recientes de la balanza cambiaria muestran que esta medida ya comienza a ser útil para desincentivar la entrada de capitales de corto plazo, y con ello moderar las presiones a la apreciación del peso.

Este Informe se desarrolla en siete capítulos: en el I se presentan los resultados de la inflación en lo corrido de 2007 y sus perspectivas para el segundo semestre del año; en el capítulo II se hace un análisis de los resultados de la actividad económica y del empleo durante el primer trimestre de 2007; en el capítulo III se describe la política monetaria y la estrategia de intervención cambiaria, y se examina la evolución de los mercados financieros, de las tasas de interés y de los agregados monetarios, y se evalúan los indicadores

de calidad y de riesgo de las entidades financieras. En los capítulos IV y V se muestran el comportamiento de la balanza de pagos y la política fiscal, respectivamente; en el capítulo VI se discute el nivel de reservas internacionales y los indicadores de vulnerabilidad externa. El informe concluye en el capítulo VII con la presentación de la situación financiera del Banco de la República.

Este Informe también incluye una serie de recuadros que tratan tópicos que se consideran importantes para el análisis de la situación económica actual, así: Recuadro 1: Contexto macroeconómico de la apreciación en algunos países de América Latina; Recuadro 2: Dinámica de las importaciones y exportaciones, 2005-2006, y Recuadro 3: Medición y estudios sobre la economía del narcotráfico en Colombia.

I. LA INFLACIÓN DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2007 Y SUS PERSPECTIVAS

A. La inflación en lo corrido del año

Durante los cuatro primeros meses del año la inflación al consumidor registró un importante aumento, que superó las expectativas del mercado y los pronósticos del Banco. La tendencia ascendente de la inflación anual se observó tanto en la inflación total como en la básica, la cual se inició a finales de 2006 como resultado de presiones provenientes, principalmente, de los precios de los alimentos y de los servicios regulados. Estas tendencias se intensificaron a comienzos de 2007 impulsadas nuevamente por fuertes aumentos en los precios de los alimentos.

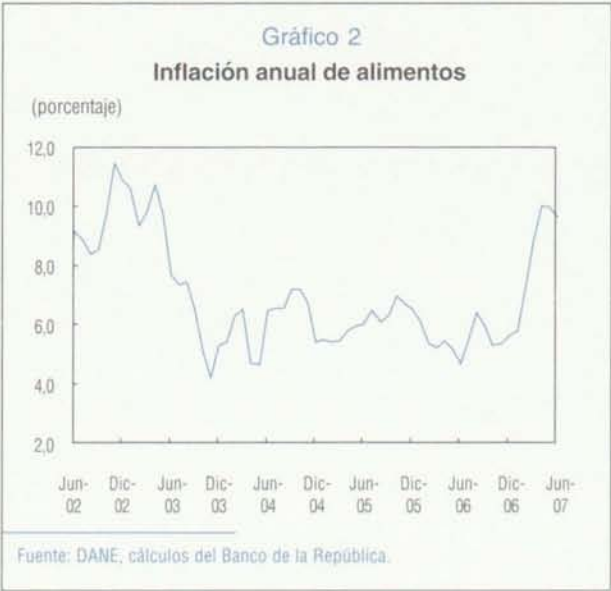


La inflación al consumidor en los cuatro primeros meses del año pasó de 4,5% en diciembre a 6,3% en abril, superando el techo del rango meta establecido por la JDBR para finales de 2007 (entre 3,5% y 4,5%). En mayo y junio se observó una disminución en la variación anual de los precios al consumidor a 6% (Gráfico 1).

Hasta junio, alrededor del 80% de la aceleración de la

inflación anual se concentró en alimentos (Gráfico 2 y Cuadro 1). Como se esperaba en informes previos, los precios de los alimentos perecederos tuvieron un fuerte repunte en los primeros meses del año como resultado del fenómeno de El Niño, efecto que se sintió principalmente en papa, leche y hortalizas, productos cuyos precios han sido tradicionalmente muy sensibles a los cambios climáticos. Cabe señalar, sin embargo, que el efecto de El Niño en esta oportunidad fue más moderado que en 2002, cuando hacia el cuarto trimestre se presentó un fuerte repunte en el precio de la papa y otros alimentos primarios que impidió el cumplimiento de la meta de ese año. Cabe anotar que los aumentos en los precios asociados con El Niño son de naturaleza transitoria.

Pero además de El Niño, en lo corrido de 2007 los precios de los alimentos también continuaron afectados por otros fenómenos de una naturaleza más duradera tales como la fuerte demanda externa por parte de Venezuela, el dinamismo del consumo privado en Colombia y las alzas en los precios internacionales (Cuadro 1). Estos fenómenos se presentaron con mayor fuerza de lo previsto e



Cuadro 1
Descomposición de la variación del índice de precios al consumidor a junio de 2007

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual			Participación en la aceleración, año corrido	
		Dic-06	Mar-07	Jun-07	a marzo	a junio
Total	100,00	4,48	5,78	6,03	100,00	100,00
Sin alimentos	70,49	3,95	4,38	4,38	22,64	18,15
Alimentos	29,51	5,68	8,90	9,69	77,36	81,85
Fenómeno de "El Niño"	7,15	2,79	9,45	7,06	44,25	24,89
Precios internacionales	5,35	9,62	11,04	9,22	6,47	(0,63)
Demanda interna	9,52	5,83	7,74	8,56	13,71	15,99
Demanda externa	7,48	5,81	8,08	14,57	12,94	41,60

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

impidieron una desaceleración más fuerte de la inflación de alimentos para el segundo trimestre.

De todos los factores señalados, el que más ha incidido en el aumento de la inflación parece haber sido el de la demanda externa; en efecto, desde finales del año pasado se presentó un fuerte aumento en las exportaciones de alimentos hacia Venezuela, el cual se mantuvo en el primer semestre del año y que afectó especialmente al precio de la carne y sus derivados. Estas alzas impactan la inflación en Colombia dada la relativa alta participación que tiene la carne de res en el índice de precios al consumidor (IPC) (4,0%) y, en general el grupo de cárnicos (6,7%).

A la demanda externa se ha sumado el fuerte crecimiento del consumo interno, que también puede haber repercutido en los precios de varios alimentos y servicios relacionados. En la actualidad este efecto es difícil de aislar, dado que se presenta entrelazado con los otros fenómenos alcistas.

Con respecto a los precios externos de los alimentos, en 2006 se presentaron fuertes alzas que presionaron los precios internos, especialmente en productos altamente transables como azúcar, cereales, aceites y oleaginosas. Los precios internacionales continuaron aumentando hacia finales de 2006 y a comienzos de 2007, especialmente en cereales y aceites, pese a lo cual los precios en Colombia han registrado alzas más moderadas por el efecto compensatorio que ha ejercido la apreciación del peso.

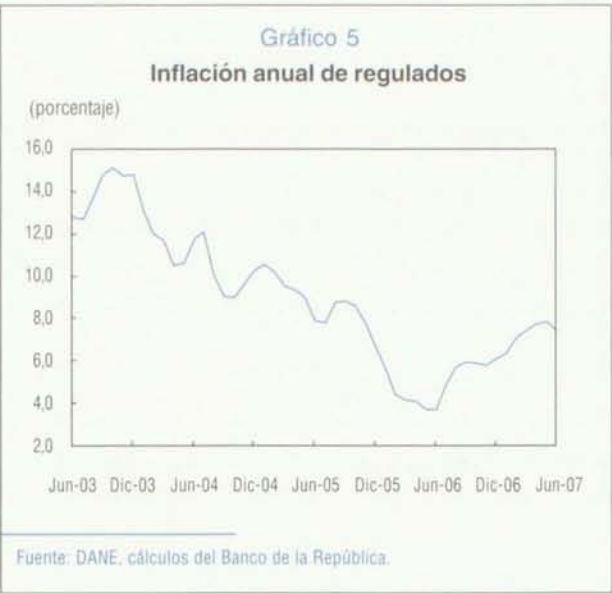
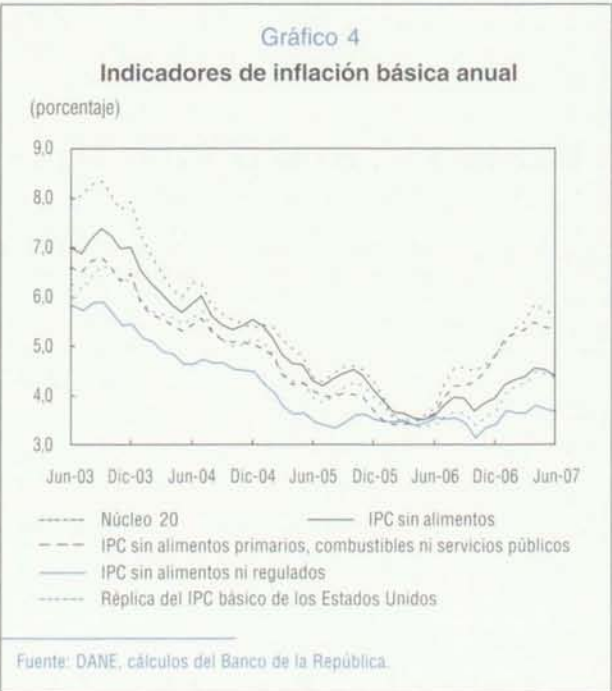


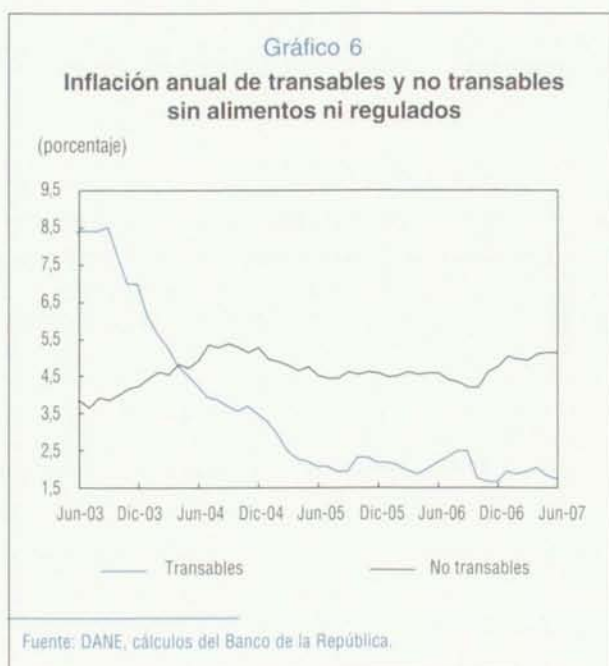
Las presiones inflacionarias originadas en los aumentos de los precios de los alimentos no han sido un fenómeno exclusivo de Colombia. En efecto, son varias las economías en el mundo —tanto desarrolladas como emergentes— que enfrentan una inflación al alza por esta causa (Gráfico 3). Buena parte del problema está asociado con el aumento en el precio internacional de los combustibles, el cual ha estimulado el desarrollo de fuentes alternativas de energía que compiten por recursos con la producción de alimentos (biocombustibles, biodiésel,

etanol, etc.). En este sentido, su efecto sobre precios tenderá a ser duradero si se mantienen altos el precio internacional del petróleo y los incentivos para producir biocombustibles.

Los alimentos son el componente que más ha influido en el aumento de la inflación en Colombia este año, pero otros rubros de la canasta también han registrado incrementos. La inflación sin alimentos y los otros indicadores de inflación básica han aumentado en los primeros cuatro meses del año (Gráfico 4). Así, el promedio de los tres indicadores de inflación básica utilizados por el Banco pasó de 4,5% en diciembre a 5,3% en abril, superando el techo del rango meta. En mayo y junio la tendencia ascendente de la inflación básica se interrumpió y todos los indicadores mostraron algún descenso, quedando el promedio en 5,1%.

El grueso del aumento de la inflación sin alimentos proviene de los servicios regulados y del comportamiento del grupo de no transables sin alimentos ni regulados. En el caso de los regulados (Gráfico 5), parte de la explicación radica en los ajustes relativamente altos en los precios del transporte público y del gas domiciliario. En los últimos años, el sector de transporte ha tenido un incremento importante en sus costos de operación por cuenta de los aumentos en el precio de los combustibles de años anteriores; no obstante, para 2007 el reajuste en el precio interno de la gasolina ha sido moderado.





En lo concerniente a la inflación de no transables, desde octubre de 2006 se han presentado aumentos, los cuales se mantuvieron, con algunas interrupciones, durante todo el primer semestre de este año. Así, en junio el nivel de la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados) fue de 5,2%, frente a 4,8% en diciembre (Gráfico 6). La inflación de esta canasta ha sido un buen indicador de las presiones de demanda y su aumento en esta oportunidad sugiere que dichas presiones se estarían haciendo presentes nuevamente

en la economía, lo que coincide con el fuerte crecimiento que exhibe la demanda agregada desde hace más de un año.

Finalmente, un hecho destacado en el primer semestre ha sido la poca reacción del IPC de transables, sin alimentos ni regulados, a la apreciación del peso. Aunque en los primeros seis meses del año la apreciación acumulada ascendió a 9,6%, la inflación de transables no disminuyó (Gráfico 6). Sin embargo, la apreciación sí ha tenido un efecto importante en la inflación al productor, la cual pasó de 5,5% en diciembre a -1,0% en junio. Como era de esperar, el componente que más se redujo fue el de bienes importados, cuya inflación se situó en -18,0% en junio.

B. Perspectivas

Para el segundo semestre de 2007 se espera que los choques de oferta originados por El Niño y por aumentos en los precios de regulados cedan, permitiendo una disminución de la inflación anual al consumidor. Por el lado de las presiones de demanda, los ajustes en la política monetaria efectuados desde mediados del año pasado deberán empezar a reflejarse en una moderación del crecimiento del crédito y de la demanda interna, lo que permitirá la convergencia de la inflación a sus metas a partir de 2008. De hecho, para mediados de este año ya hay algunos indicios sobre una desaceleración en el incremento del crédito, en especial el de consumo, que sugieren que la política monetaria estaría comenzando a tener efecto. Dado el rezago natural que existe entre los movimientos en las tasas de interés y los precios,

se espera que estos últimos empiecen a reaccionar durante el segundo semestre de este año y, sobre todo, en 2008. Algunas encuestas recientes ya empiezan a mostrar moderación del consumo y la inversión, como se discute en otros apartes de este informe.

Con esto, para el segundo semestre se espera que la inflación al consumidor retome una tendencia decreciente gracias a un comportamiento más favorable en los precios de los alimentos perecederos, *del transporte público y del gas, principalmente*. En el caso de los alimentos perecederos, en los próximos meses deberán observarse rebajas en varios precios, coincidiendo con la salida de cosechas, las cuales además contarán con condiciones climáticas favorables.

Para los alimentos procesados, incluida la carne, no deberían registrarse aumentos adicionales importantes toda vez que la apreciación acumulada del peso, de mantenerse, debería compensar los incrementos en los precios externos ya observados. En el caso de la carne, en particular, se espera que las medidas tomadas por el Gobierno para limitar las exportaciones de ganado en pie hacia Venezuela ayuden a frenar nuevas alzas. A este factor se suma el aumento estacional en la oferta de carne durante los segundos semestres de cada año.

Pese a lo anterior, es probable que la inflación de alimentos termine el año en niveles relativamente altos como consecuencia del efecto de las alzas de precios de procesados, las cuales no se revertirán fácilmente en 2007. Para 2008 es posible que la inflación de procesados ceda, siempre y cuando los precios internacionales no aumenten y la evolución de la demanda interna y del tipo de cambio lo permita. Cabe señalar que estos productos procesados y la carne acaparan cerca del 80% del gasto de los consumidores en alimentos, por lo que su evolución tiene una gran influencia sobre la inflación.

La apreciación del peso también deberá contribuir a reducir la inflación en lo que resta del año a través de su efecto sobre los precios de los transables sin alimentos ni regulados y los regulados (sobre todo por combustibles y transporte público, pero también por servicios públicos como energía y gas). Aun así, el efecto de la apreciación podría no ser muy fuerte dada la baja transmisión que ha mostrado el tipo de cambio en la inflación al consumidor en Colombia en trimestres anteriores, y por el fuerte impulso que presenta la demanda interna.

Los modelos del Banco sugieren que la inflación de no transables sin alimentos ni regulados podría aumentar un poco más hacia el tercer trimestre y que cerraría en niveles relativamente altos y superiores a la meta. Este comportamiento se explica por el fuerte crecimiento que hoy en día exhibe la demanda

y que tendería a mantenerse el resto del año, dado el rezago con el que actúa la política monetaria.

En general, se sigue esperando una disminución de la inflación al consumidor el resto del año, pero no se descarta que esta se mantenga por encima de las metas en los meses siguientes, lo que aumenta la probabilidad de que al finalizar el año termine por encima del techo del rango. No obstante, la inflación básica, que aísla el efecto de choques transitorios, principalmente sobre alimentos, no debería aumentar y se mantendría dentro del rango meta (de 3,5 a 4,5%). Dado el carácter transitorio de los choques que afectaron la inflación en los primeros meses de 2007, se espera que para el primer semestre de 2008 continúe la tendencia decreciente de la inflación total gracias a un comportamiento favorable en la inflación de los alimentos, respaldado en estabilidad de precios a nivel internacional.

En ese contexto, el riesgo principal para la inflación de 2008 es el comportamiento de las expectativas, que podrían desalinearse con las metas de largo plazo en caso de que la inflación termine por encima de la meta de 2007. El efecto de unas altas expectativas de inflación podría ser muy perjudicial si se filtrara en las negociaciones salariales para el próximo año; así mismo, hay un riesgo importante en materia de inflación de alimentos, porque la fuerte demanda mundial por biocombustibles se podría seguir traduciendo en aumentos en precios externos que terminarían afectando una amplia gama de precios internos, dada la importancia de los productos agrícolas en numerosas cadenas productivas.

II. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EL EMPLEO

A. Actividad económica

1. Situación económica actual

La economía colombiana continuó su fase de expansión en el primer trimestre de 2007, liderada por el dinamismo de la inversión pública y privada y, en menor medida, por el consumo de los hogares. Según la información más reciente del DANE, en este período el crecimiento del PIB fue de 8% (Gráfico 7). Así, se completan tres trimestres de crecimientos por encima del 7%. El DANE revisó al alza el crecimiento del cuarto trimestre de 2006 de 8%, reportado hace tres meses, a 8,4%.

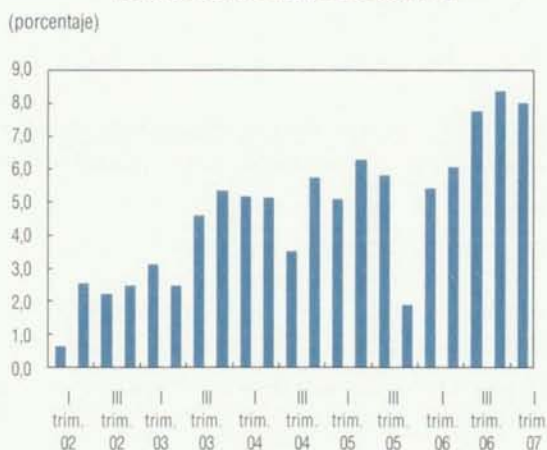
El comportamiento del PIB durante el primer trimestre de 2007 siguió estimulado por la fortaleza de la demanda interna, la cual continuó creciendo por encima del PIB total (11,0%) (Gráfico 8). El consumo de los hogares

aumentó 7,3%, mientras que la inversión total lo hizo 32%. El consumo de las administraciones públicas se contrajo en 0,6%, acorde con las metas de déficit consolidado fijadas por el Gobierno central (Cuadro 2). Como en trimestres anteriores, la inversión continúa siendo el componente que más aporta al crecimiento (contribución de 7,1 puntos porcentuales [pp]) seguido por el consumo (4,5 pp).

El consumo de los hogares creció en todos sus componentes, en especial el de bienes durables, con un incremento anual de 17,6%, seguido por el de bienes semidurables (16%). Por su parte, el consumo de bienes no durables tales como alimentos, bebidas, servicios públicos, productos farmacéuticos y de mantenimiento del hogar, entre otros, creció 6,4%, por encima de lo observado en 2006. Los servicios (principalmente alquiler de vivienda, servicios sociales comunales y personales, y del comercio) lo hicieron por encima de 4%.

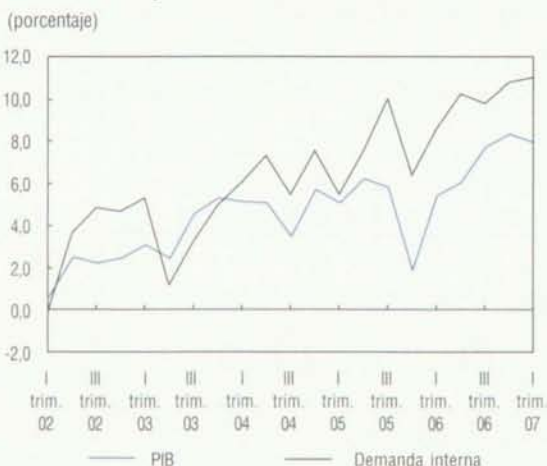
La formación bruta de capital fijo (FBCF) más dinámica fue la de equipo de transporte, con una tasa para el primer trimestre de 2007 de 48,3%, seguida por la FBCF de obras civiles (39,6%). También registraron un aumento importante la FBCF en maquinaria y equipo (26,9%) y la FBCF en construcción de vivienda (20%). Por su parte, la inversión del sector agropecuario fue el componente que menor crecimiento exhibió, con una tasa de variación anual cercana al 1,7%. En conjunto, la inversión alcanzó el 25,9% del PIB, un nivel sólo superado en algunos trimestres de 1994 y 1995.

Gráfico 7
Crecimiento anual real del PIB



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 8
Crecimiento anual real del PIB y de la demanda interna



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto y contribución al crecimiento
 (porcentaje)

	IV trim. 06	I trim. 07	Contribución
Consumo final	6,8	5,4	4,5
Hogares	7,9	7,3	4,6
Gobierno	3,1	(0,6)	(0,1)
Formación bruta de capital	23,3	31,8	7,1
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	16,7	28,6	5,8
FBCF sin obras civiles	18,8	25,7	4,1
Obras civiles	8,8	39,6	1,7
Variación de existencias	105,2	64,3	1,3
Demanda interna	10,4	11,0	11,3
Demanda interna sin variación de existencias	8,8	10,0	10,5
Exportaciones totales	12,4	9,4	1,9
Importaciones totales	19,7	21,8	5,5
PIB	8,4	8,0	8,0

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 9
Exportaciones totales, tradicionales y no tradicionales (crecimientos anuales de los últimos doce meses)



Fuente: DANE.

El buen comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte, se reflejó en el dinamismo de las importaciones de bienes de capital, que en el primer trimestre de 2007 crecieron 23,4% en dólares; sin embargo, estos incrementos son menores que los registrados el año anterior. Las importaciones totales lo hicieron 21,8% en términos reales a marzo de 2007.

Las exportaciones totales aumentaron 9,4% en pesos reales en el primer trimestre. Con cifras en dólares, las exportaciones totales crecieron

a tasas del 13,8%, lo que se explica tanto por las tradicionales (11,2%) como por las no tradicionales (19,2%) (Gráfico 9). En las exportaciones tradicionales sobresalen las de carbón y ferroníquel, las cuales crecen a tasas anuales

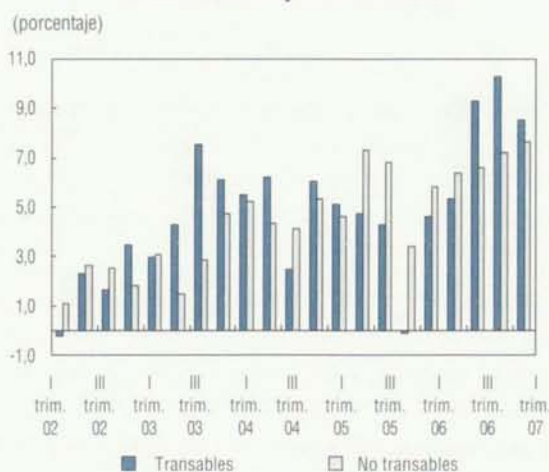
acumuladas en doce meses de 15,4% y 51,5%, respectivamente. El buen año cafetero y los elevados precios internacionales del grano también han permitido incrementar las exportaciones de café (8,9% acumulado doce meses). El petróleo no exhibe el mismo comportamiento y muestra aumento moderado de 5%.

Por el lado de la oferta, el crecimiento fue mayor en los sectores transables¹ (8,5%), aunque también con una expansión importante de los no transables² (7,8%) (Gráfico 10).

El desarrollo en los sectores transables continúa siendo relevante, aunque es menor frente al de los dos trimestres anteriores. La desaceleración se debe, principalmente, al menor ritmo de crecimiento del sector agrícola y minero y, en menor medida, a la industria. No obstante, el dinamismo del sector transable se ha visto favorecido por la fuerte demanda de Venezuela, por los elevados precios internacionales de algunos bienes exportados y por el comportamiento dinámico de la construcción, que demanda recursos de sectores transables (vidrio, cemento, entre otros). En cuanto a los sectores no transables, su crecimiento, a pesar de ser menor que el de los transables, es importante y ha exhibido una aceleración considerable debido, principalmente, al desarrollo de la construcción.

A nivel más desagregado, los sectores que más crecieron fueron la construcción (28,3%), donde sobresale el comportamiento de obras civiles (39,6%) y, en menor medida, la construcción de vivienda (20,1%); la industria (14,6%); el comercio (11,2%) y el sector de transporte y comunicaciones (9,8%) (Cuadro 3). La industria fue el sector que más contribuyó al crecimiento anual, con 2,2 pp, mientras que la construcción explicó 1,6 pp.

Gráfico 10
Crecimiento anual del PIB
de transables y no transables



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

¹ Los sectores transables son: agropecuario, silvicultura, caza y pesca; explotación de minas y canteras; industria manufacturera; servicios de transporte por agua, aéreos y complementarios y auxiliares, y servicios a las empresas, excepto servicios financieros e inmobiliarios.

² Los sectores no transables son: electricidad, gas de ciudad y agua; construcción; comercio, reparación, restaurantes y hoteles; servicios de transporte terrestre; servicios de correo y telecomunicaciones; servicios de intermediación financiera y servicios conexos; servicios inmobiliarios y alquiler de vivienda, y servicios sociales, comunales y personales.

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB sectorial
(porcentaje)

	IV trim. 06	I trim. 07	Contribución
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,3	1,7	0,2
Explotación de minas y canteras	1,3	(0,9)	(0,0)
Electricidad, gas y agua	4,9	3,9	0,1
Industria manufacturera	16,6	14,6	2,2
Construcción	10,0	28,3	1,6
Edificaciones	10,8	20,1	0,7
Obras civiles	8,9	39,6	0,9
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	13,8	11,2	1,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	12,1	9,8	0,8
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	3,8	4,9	0,8
Servicios sociales, cónmunes y personales	2,9	0,2	0,0
Intermediación financiera medida indirectamente	7,9	8,0	0,3
Subtotal valor agregado	7,7	7,3	6,7
PIB	8,4	8,0	8,0
Transables ^{a/}	10,3	8,5	3,2
No transables	7,2	7,7	4,8

a/ 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.

El sector agropecuario y los servicios del Gobierno tuvieron una contribución pequeña al crecimiento. El caso del sector agropecuario se explica, principalmente, por el efecto de El Niño, que afectó de manera importante la producción de leche y hortalizas; también, se observó una caída importante en los cultivos ilícitos (-9,3%). Para el caso de los servicios sociales, comunales y personales, su bajo crecimiento (0,2%) se debió principalmente a una contracción en los servicios del Gobierno (-0,7%).

La minería tuvo un crecimiento negativo (-0,9%), particularmente en minerales metálicos (-28,6%) debido a una contracción en oro y plata. También se percibió una caída en petróleo (-2,1%). El único subsector que exhibe un buen comportamiento dentro del sector minero es el de minerales no metálicos, con un crecimiento del 25%, que se debe básicamente a una expansión en cemento para la construcción.

2. Perspectivas económicas

El ciclo de reactivación económica que se comenzó a observar a mediados de 2002 estuvo gobernado por dos tendencias: un primer período caracterizado

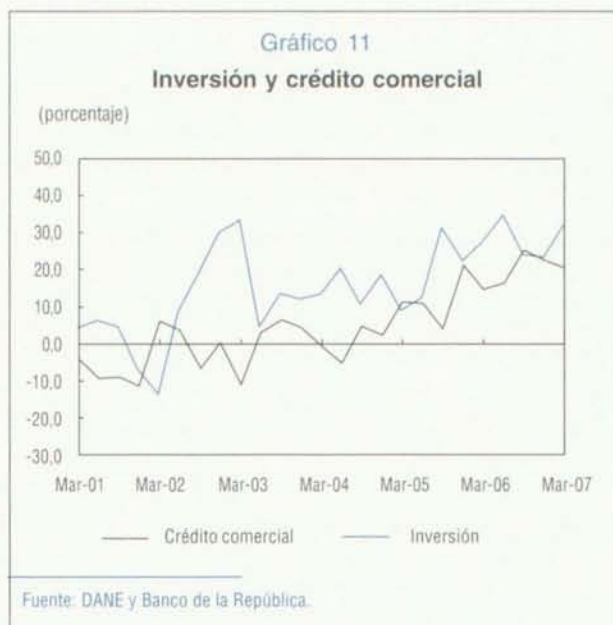
por incrementos importantes de la inversión entre 2002 y 2003, y un segundo de la consolidación del crecimiento económico a niveles superiores al 4% entre 2004 y 2006, no solo en una importante dinámica de la inversión, sino también en una sólida recuperación del consumo de los hogares, inicialmente en bienes durables y luego a nivel general.

Para comprender mejor la naturaleza del crecimiento es necesario explorar el comportamiento del crédito. En el primer período la inversión tuvo un incremento del 30%, impulsada por fuentes de financiamiento distintas al crédito, como lo son la reinversión de utilidades y la inversión extranjera. Ya en el segundo período el aumento de la inversión, que continuó en niveles cercanos al 20% (Gráfico 11), gracias a la dinámica de la demanda interna y externa y por las políticas fiscales del Gobierno, las cuales incentivaron la inversión, comenzó a requerir fuentes alternas de financiamiento. El crédito ordinario comenzó a exhibir tasas positivas de crecimiento considerables a partir de 2005, y alcanzaron niveles del 20% a finales de 2006.

El comportamiento del consumo fue un tanto diferente: en el primer período el consumo de los hogares mostró tasas muy bajas, a niveles del 3% o menores. A partir de 2004, cuando comenzó a reactivarse el crédito de consumo, se empezó a observar un salto en los niveles de crecimiento del consumo de los hogares, que se manifestó principalmente en un mayor consumo de bienes durables y semidurables. A diciembre de 2006, el consumo de los hogares crecía a una tasa del 7,9% (Gráfico 12), con un incremento del crédito de consumo a niveles del 40% anual.

Dado el papel activo que desempeñó el crédito de consumo en la reactivación de la demanda agregada, mediante el estímulo al consumo de los hogares, es claro que una moderación de este tipo de crédito contribuiría también a reducir el dinamismo de la demanda agregada hacia futuro, actuando en dirección inversa a como lo hizo en el pasado reciente.

Así las cosas, se espera que las medidas tomadas por el Banco de la República en cuanto a tasas de interés y encajes bancarios contribuyan de manera activa a la estabilización del producto a niveles



consistentes con el cumplimiento de las metas de inflación futuras. Con los resultados del crecimiento del PIB al primer trimestre de 2007 y con la información disponible a la fecha, es probable que el ritmo de expansión que se observó en el segundo semestre de 2006 se mantenga para la primera mitad del año. Se estima una tasa de crecimiento para todo 2007 de 6,6% (Cuadro 4)

—un nivel similar al registrado en 2006—. No obstante, dada la expansión del segundo semestre de 2006 y el primer trimestre de 2007, esta cifra supone una desaceleración del producto para lo que resta del año. Dado lo anterior, en el escenario base se proyecta un crecimiento del PIB entre 5,8% y 7,7% para todo 2007 (Gráfico 13) —con un punto central de 6,6%—. Sin embargo, el sesgo es a un mayor crecimiento ante una demanda venezolana, un consumo de los hogares e inversiones privadas y públicas mayores a las previstas.



Cuadro 4

Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

(porcentaje)

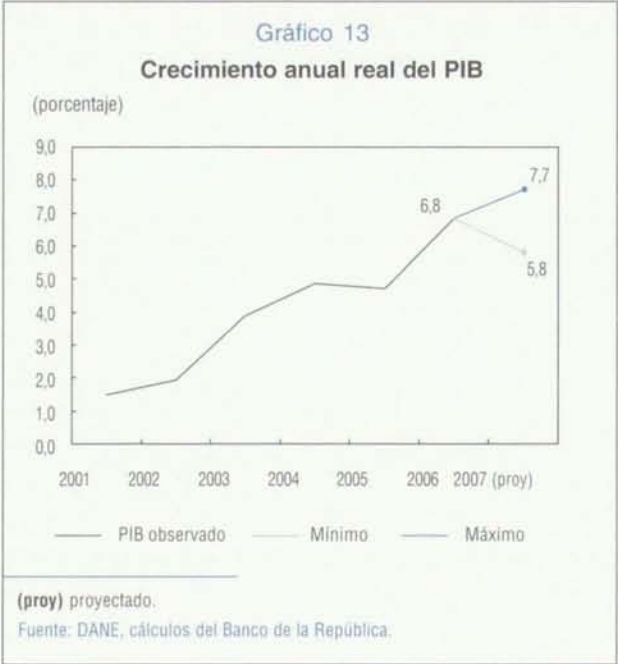
	2003	2004	2005	2006	2007 (proy)
Consumo final	1,7	4,8	4,9	5,5	5,5
Hogares	2,4	6,0	5,0	6,6	6,6
Gobierno	(0,3)	1,1	4,3	2,1	1,8
Formación bruta de capital	14,7	15,6	18,7	26,9	23,2
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,4	15,0	18,9	18,2	21,8
FBCF sin obras civiles	15,9	22,0	16,7	18,5	22,0
Obras civiles	14,0	(7,9)	28,7	17,2	21,3
Demanda interna	3,7	6,6	7,4	9,8	9,6
Exportaciones totales	5,7	10,0	7,0	7,8	10,0
Importaciones totales	4,7	19,8	19,9	20,8	21,0
PIB	3,9	4,9	4,7	6,8	6,6

(proy) proyectado.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

El dinamismo del producto continúa siendo estimulado por un contexto internacional muy favorable, con una demanda externa sólida, unos flujos importantes de capitales que permiten una inversión elevada y una liquidez mundial amplia. En el frente interno la confianza sobre el devenir de la economía sigue siendo buena, y la consolidación de la recuperación del empleo hace esperar un comportamiento favorable de la demanda interna.

El comportamiento de los diferentes componentes del gasto en los que se descompone el PIB continúa muy favorable e, inclusive, muestra en algunos casos mejor desempeño para 2007 que lo observado en 2006. El consumo de los hogares, principal componente del PIB por su importancia, registró un nivel elevado a finales de 2006 y alguna desaceleración en el primer trimestre de 2007. La información de los indicadores de confianza del consumidor de Fedesarrollo confirma dicha moderación en el crecimiento (Gráfico 14). Adicionalmente, la información de las ventas de la Encuesta de comercio al por menor del DANE también apuntan en esta dirección; aun así, para todo 2007 se proyecta un crecimiento de 6,6% (Cuadro 4), similar al registrado para todo 2006. Es de esperar que en la segunda mitad del año comiencen a observarse los efectos de las recientes medidas tomadas por el Banco, enfocadas a





controlar el aumento del crédito y así controlar el crecimiento del consumo de los hogares.

La inversión continúa liderando en buena parte el ciclo expansivo reciente, y en 2007, seguirá siendo uno de los principales motores de crecimiento. La información de importaciones de bienes de capital con tasas de crecimiento cercanas al 26% en dólares (Gráfico 15) hace prever un muy buen ritmo de expansión de la inversión privada. A su vez, el inicio de varias obras de infraestructura

financiadas con recursos públicos han registrado un incremento importante en la inversión en obras civiles, y se espera que para todo 2007 sigan contribuyendo de manera dinámica. Así, se calcula que en 2007 la formación bruta de capital se incremente 23,2%, cifra un poco menor que la registrada en 2006 (26,9%). Aun así, la formación bruta de capital fijo (excluyendo la variación de existencias) crecería en 2007 a una tasa de 21,8%, por encima de lo registrado en 2006 (18,2%). Este ciclo favorable de la inversión está fuertemente relacionado con el abaratamiento de los bienes de capital, tanto por la apreciación como por los bajos precios internacionales asociados con estos bienes, y por las exenciones tributarias sobre reinversión de utilidades. Adicionalmente, buena parte del crecimiento en las importaciones de bienes de capital está dirigida al sector exportador colombiano, permitiendo una expansión de la capacidad productiva para abastecer la demanda externa.

Como cabe esperar, con un aumento considerable de la inversión y del consumo de los hogares, las importaciones deben mostrar un comportamiento igualmente favorable. En 2007 se estima un incremento de 21% (Cuadro 4), similar al registrado en 2006 (20,8%). Por otra parte, el fuerte dinamismo de la demanda mundial, principalmente por parte de Venezuela (con un aumento de la demanda interna a tasas del 22%) ha permitido una recuperación y evolución positiva de las exportaciones colombianas. No obstante, la apreciación del peso colombiano frente al dólar se ha visto reflejada en una reducción en las exportaciones hacia los Estados Unidos y Ecuador. En conjunto, se prevé que exhiban un comportamiento favorable en lo que

resta del año, con un crecimiento del 10% para 2007 (Cuadro 4), frente a 7,8% observado en 2006.

B. Empleo y desempleo

1. *¿Qué muestra la información de la encuesta de hogares del DANE?*

Los resultados de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del DANE para el trimestre móvil de los meses de marzo, abril y mayo³ muestran que la tasa de desempleo (TD) disminuyó frente a la observada en el mismo período del año 2006. Así mismo, tanto la tasa global de participación⁴ (TGP) como la tasa de ocupación⁵ (TO), disminuyeron frente a las observadas en los mismos períodos de los años anteriores (Cuadro 5). En términos absolutos, la reducción de la TGP y de la TO se reflejan en una caída de la población económicamente activa (PEA) entre 2006 y 2007: de 311.000 personas a nivel nacional, de las cuales 226.000 eran ocupadas y 85.000 estaban buscando trabajo. Este fenómeno se concentró en el área rural dispersa, donde 455.000 personas dejaron de participar en el mercado laboral (411.000 eran ocupadas y 44.000 estaban desempleadas), mientras que en las cabeceras municipales se observó un aumento de la PEA en 144.000 personas, donde el total de ocupados se incrementó en 185.000 y el total de desempleados se redujo en 41.000⁶.

De esta manera, el aumento relativo del número de personas que no participan en el mercado laboral (inactivas) sería explicado tanto por las que decidieron dejar de buscar trabajo, como por las que estaban previamente ocupadas y tomaron la decisión de retornar al estudio o a los oficios domésticos. Esto sugiere que los jefes del hogar habrían encontrado empleos buenos y estables, permitiendo que los miembros secundarios del hogar se dedicaran a otras actividades, lo que se conoce en la literatura económica como la hipótesis del trabajador adicional. Esta hipótesis parece verificarse al analizar la evolución del empleo asalariado, donde se encuentra que, como proporción del total de ocupados, esta clase de empleo aumentó frente al

³ A partir de enero de 2007 el DANE viene publicando los resultados de la GEIH en trimestres móviles.

⁴ La TGP se mide como la población económicamente activa (PEA), relativa a la población en edad de trabajar (PET). La PEA está conformada por las personas que participan en el mercado laboral, bien sea como ocupadas o como desempleadas. La PET está conformada por los mayores de 12 años en las cabeceras municipales y áreas metropolitanas, y por los mayores de 10 años en el área rural.

⁵ La TO se mide como el total de personas ocupadas con relación a la PET.

⁶ Estas cifras se deben interpretar con cautela ya que la GEIH está diseñada para medir *tasas relativas a la PET* (como la TGP, TO, TD) y no para hacer inferencias sobre variaciones del número de personas. Así mismo, los valores señalados en el texto se obtienen a partir de factores de expansión contruidos a partir de proyecciones demográficas con base en el censo de 1993 que *no han sido ajustadas* a los resultados del último censo.

Cuadro 5
Indicadores del mercado laboral

	Trimestre (marzo-abril-mayo)					Diferencia 2006-2007
	2003	2004	2005	2006	2007	
Tasa global de participación						
Nacional	61,82	61,16	59,43	59,23	57,17	(2,1)
Área rural	60,08	59,54	56,90	56,74	51,33	(5,4)
Cabeceras	62,46	61,75	60,34	60,11	59,20	(0,9)
Trece ciudades	63,68	62,52	62,34	61,93	60,70	(1,2)
Tasa de ocupación						
Nacional	53,42	52,61	52,00	52,30	50,61	(1,7)
Área rural	55,33	53,69	52,37	52,24	47,35	(4,9)
Cabeceras	52,72	52,23	51,86	52,32	51,75	(0,6)
Trece ciudades	52,57	52,54	53,30	54,07	53,51	(0,6)
Tasa de desempleo						
Nacional	13,60	13,97	12,51	11,70	11,46	(0,2)
Área rural	7,91	9,83	7,95	7,93	7,75	(0,2)
Cabeceras	15,60	15,42	14,06	12,97	12,58	(0,4)
Trece ciudades	17,46	15,97	14,51	12,69	11,85	(0,8)
Tasa de desempleo jefe de hogar						
Nacional	6,2	6,7	5,6	5,3	5,0	(0,3)
Área rural	3,4	3,7	2,9	3,2	2,2	(1,0)
Cabeceras	7,2	7,7	6,6	6,1	6,0	(0,1)
Trece ciudades	8,8	8,7	7,2	6,2	5,5	(0,7)
PEA (miles de personas)						
Nacional	20.159	20.377	20.223	20.556	20.245	(311,3)
Área rural	5.249	5.265	5.111	5.150	4.695	(455,5)
Cabeceras	14.910	15.112	15.112	15.405	15.550	144,2
Trece ciudades	9.216	9.280	9.484	9.662	9.776	113,9
Ocupados (miles de personas)						
Nacional	17.418	17.530	17.692	18.150	17.924	(226,0)
Área rural	4.834	4.748	4.704	4.742	4.331	(411,3)
Cabeceras	12.584	12.782	12.988	13.408	13.593	185,2
Trece ciudades	7.606	7.798	8.108	8.436	8.618	182,0
Desocupados (miles de personas)						
Nacional	2.741	2.847	2.531	2.406	2.321	(85,3)
Área rural	415	517	407	408	364	(44,3)
Cabeceras	2.326	2.330	2.124	1.998	1.957	(41,0)
Trece ciudades	1.609	1.482	1.376	1.226	1.158	(68,1)

Fuente: DANE.

observado el año anterior (Cuadro 6). Mientras que en 2006 el 39,7% del total de los ocupados a nivel nacional tenían un empleo asalariado⁷, esta proporción aumentó a 43,7% en el presente año.

⁷ Las personas que trabajan como obreros o empleados, bien sean particulares o del Gobierno, se consideran como ocupados asalariados.

Cuadro 6
Composición del empleo
(trimestre marzo-abril-mayo)

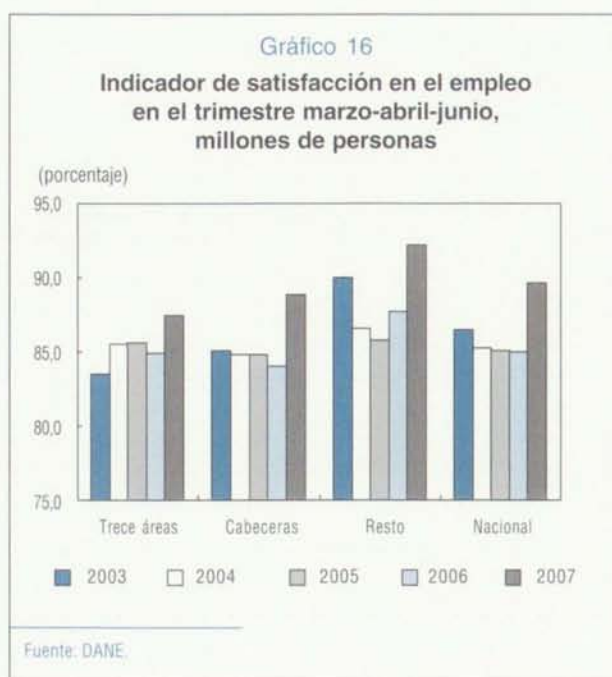
Empleo asalariado^{a/} (como proporción de la PET)					
	2003	2004	2005	2006	2007
Nacional	21,3	20,8	20,7	20,7	22,1
Área rural	12,6	10,9	8,3	8,9	10,8
Cabeceras	24,4	24,3	25,2	25,0	26,0
Trece ciudades	27,2	27,4	28,3	29,0	29,5
Empleo asalariado^{a/} (como proporción del total de los ocupados)					
	2003	2004	2005	2006	2007
Nacional	39,8	39,5	39,9	39,7	43,7
Área rural	22,8	20,3	15,9	17,0	22,8
Cabeceras	46,3	46,6	48,5	47,7	50,3
Trece ciudades	51,7	52,2	53,0	53,7	55,1
Empleo no asalariado^{b/} (como proporción del total de los ocupados)					
	2003	2004	2005	2006	2007
Nacional	60,2	60,5	60,1	60,3	56,3
Área rural	77,2	79,7	84,1	83,0	77,2
Cabeceras	53,7	53,4	51,5	52,3	49,7
Trece ciudades	48,3	47,8	47,0	46,3	44,9

a/ Empleo asalariado se define como la suma de los obreros y empleados particulares y del Gobierno.
b/ Empleo no asalariado se define como la suma de los demás ocupados.
Fuente: DANE.

Otro indicador que muestra una mejora en la calidad del empleo se puede obtener a partir del cálculo de la diferencia entre el total de ocupados y el número de personas que se clasifican en el subempleo objetivo⁸ (Gráfico 16). Esta medida, denominada indicador de satisfacción en el empleo, muestra que la proporción relativa al total de ocupados de aquellas personas conformes con su empleo actual, y que no están buscando cambiarlo, aumentó frente a la observada en 2006.

El análisis anterior se debe tomar con cautela si se considera que a partir de julio de 2006 el DANE introdujo una serie de cambios en la Encuesta continua de hogares (ECH), por lo que aún no es posible inferir si las variaciones observadas en los períodos analizados reflejan un fenómeno económico o,

⁸ Según la metodología del DANE, *un ocupado* se clasifica como subempleado objetivo si la persona desea trabajar más horas a la semana, o desea cambiar de trabajo para mejorar la utilización de sus capacidades o para mejorar sus ingresos y, además, durante las últimas cuatro semanas a la fecha de la encuesta *ha hecho diligencias* para trabajar más horas o para cambiar de trabajo.



si por el contrario, se pueden atribuir a las modificaciones mencionadas. De esta manera, los resultados sólo comenzarán a ser comparables a partir de la información que se dé en el mes de julio del presente año.

2. ¿Qué dicen otros indicadores?

Indicadores alternativos señalan que el empleo sigue aumentando en Colombia acorde con el crecimiento económico. Según la Muestra mensual manufacturera (MMM), en lo corrido del

año a abril el empleo de los obreros de la industria creció 5,0%; así mismo, los resultados de la Muestra mensual de comercio al por menor (MMCP) para el mismo período de tiempo señalan un aumento del empleo de 6,2%.

Por otra parte, la información sobre las cotizaciones a la seguridad social en salud, pensiones y riesgos profesionales del Ministerio de la Protección Social indica que a marzo de 2007 el empleo formal se incrementó. El total de afiliados a las administradoras de riesgos profesionales (ARP) aumentó 3,2%, frente al reportado a diciembre de 2006 (que equivale a 180.000 personas). Para el mismo período de tiempo los afiliados a las cajas de compensación familiar crecieron 1,8% (90.000 personas más), mientras que el total de afiliados activos a los fondos de pensiones y el ISS lo hicieron 2,0% (Cuadro 7).

3. Costo relativo del factor trabajo

A pesar de la aceleración del crecimiento de la economía en los últimos meses, los indicadores del mercado laboral muestran un comportamiento menos dinámico: de hecho, la contribución del trabajo al crecimiento ha disminuido en los últimos años, como lo muestra un ejercicio de contabilidad del crecimiento (Gráfico 17). A continuación se analizan algunos elementos que pueden explicar qué está sucediendo con la generación de empleo.

A partir de la información de la MMM se calculó la evolución de la producción y el empleo para las 26 principales ramas de la industria, según la clasificación

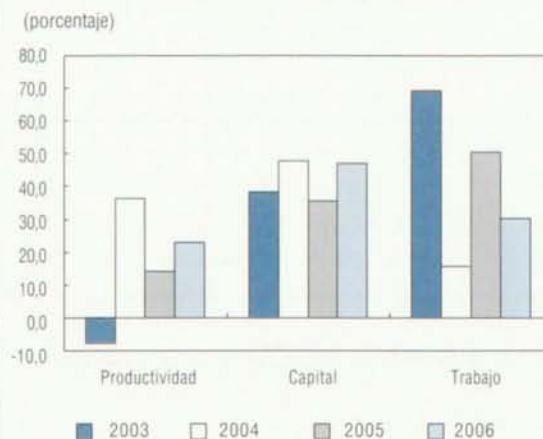
Cuadro 7
Indicadores de seguridad social a nivel nacional

Subsistemas	dic-04	dic-05	dic-06	2007	Fechas de corte 2007	Variación absoluta entre 2007 y dic. 2006	Variación porcentual entre 2007 y dic. 2006
Trabajadores afiliados a cajas de compensación	3.982.629	4.390.160	4.858.857	4.948.303	Mar.	89.446	1,8
Afiliados a ARP	4.829.098	5.104.050	5.637.676	5.816.071	Mar.	178.395	3,2
Pensiones: afiliados activos ISS	2.394.469	2.447.981	2.303.947	2.294.349	Feb.	(9.598)	(0,4)
Pensiones: afiliados activos a ahorro individual	2.843.644	3.217.576	3.637.760	3.764.318	Mar.	126.558	3,5
Afiliados activos a pensiones (ISS + AFP)	5.238.113	5.665.438	5.941.707	6.058.667	Feb. Mar.	116.960	2,0

Fuente: Ministerio de la Protección Social.

CIIU a tres dígitos, durante el primer trimestre de cada año para el período 2003-2007 (Cuadro 8). A nivel general, se observa que la producción industrial total aumentó 34,0% y el empleo de la industria creció 5,2%, es decir, que la producción industrial aumentó 6,5 veces más que el empleo. Al desagregar el comportamiento de estas variables se encuentra que todas las ramas de la industria aumentaron su producción a lo largo del período, pero cuatro redujeron el total de obreros contratados (bebidas, imprentas, madera y prendas de vestir).

Gráfico 17
Contribución de los factores de producción al crecimiento del producto



Fuente: Banco de la República.

El mayor aumento de la producción frente al empleo refleja, en parte, el incremento en la utilización de la capacidad instalada, la cual según Fedesarrollo pasó de 67,5% a 75,2% en el período de estudio. Sin embargo,

Cuadro 8
Crecimiento de la producción y el empleo de la industria manufacturera
 (porcentaje)

Sector	Producción						Empleo						Relación
	2003	2004	2005	2006	2007	Total	2003	2004	2005	2006	2007	Total	
Barroloza	11,0	35,7	2,9	36,1	(19,5)	53,1	2,3	4,9	8,7	4,6	4,9	25,2	2,11
Bebidas	(8,5)	(14,0)	1,1	2,7	22,3	9,1	(10,3)	(8,3)	(9,8)	(4,8)	1,8	(19,9)	(0,46)
Calzado	8,4	14,4	(8,4)	(10,5)	24,8	17,0	(7,2)	2,1	12,2	(11,5)	(0,5)	0,8	21,46
Caucho	(1,9)	20,3	(1,6)	17,1	(0,3)	38,2	(8,0)	3,6	1,1	15,5	(1,8)	18,8	2,03
Cuero	1,0	14,3	3,6	20,9	11,7	60,1	(6,0)	6,9	0,0	3,7	11,3	23,3	2,58
Derivados	(19,1)	9,3	1,8	13,8	9,5	38,6	(14,8)	3,3	(3,6)	4,0	8,9	12,8	3,02
Eléctricos	(3,3)	15,4	9,7	15,2	28,6	87,7	(3,5)	3,0	6,5	5,2	12,6	30,0	2,92
Equipo de transporte	(1,8)	21,8	35,1	22,8	36,5	175,9	(5,2)	2,0	14,5	7,3	20,9	51,5	3,41
Hierro	33,4	39,5	(0,2)	(2,0)	54,5	110,9	2,7	(1,9)	11,0	9,7	(1,7)	17,5	6,35
Imprentas	(6,7)	6,3	(0,3)	6,5	15,2	30,0	(8,2)	(1,9)	(0,8)	(1,7)	2,2	(2,2)	(13,62)
Madera	9,3	19,1	9,0	(5,0)	22,4	50,9	(2,3)	(2,0)	(9,0)	(0,4)	2,3	(9,1)	(5,58)
Maquinaria	(13,1)	19,2	(6,5)	20,4	46,0	95,9	(10,2)	(2,8)	6,8	7,3	(1,7)	9,5	10,07
Metálicos	11,1	13,3	0,5	4,4	14,3	35,9	6,9	(5,0)	(0,5)	4,3	10,0	8,4	4,26
Metales no ferrosos	65,8	(13,1)	24,1	25,8	4,5	42,0	(4,4)	5,3	12,7	5,2	5,2	31,4	1,34
Minerales no metálicos	19,8	6,1	0,2	40,2	26,6	88,8	3,3	2,3	5,7	5,3	10,4	25,7	3,46
Muebles	6,2	21,4	18,7	9,9	12,9	79,0	3,5	4,3	13,8	(0,3)	11,0	31,4	2,52
Otros químicos	1,4	(3,8)	0,1	4,8	9,7	10,7	(3,8)	(4,6)	3,7	5,6	4,6	9,2	1,17
Papel	0,6	2,2	4,0	4,8	15,4	28,5	(4,2)	(2,0)	2,8	3,0	1,4	5,3	5,41
Plásticos	7,6	8,3	2,0	11,8	8,6	34,1	(3,6)	3,2	7,8	(1,9)	7,8	17,6	1,94
Prendas de vestir	4,7	0,6	0,3	0,6	19,1	21,0	8,2	(4,2)	(7,9)	(10,9)	(3,4)	(24,1)	(0,87)
Químicos	23,4	8,8	5,8	1,2	11,8	30,2	(4,9)	3,8	5,2	2,7	(0,2)	11,9	2,54
Resto de alimentos	4,9	5,2	(2,9)	9,7	7,6	20,5	(1,0)	(0,6)	1,8	1,4	3,2	5,8	3,54
Tabaco	5,7	13,5	(15,3)	1,9	30,9	28,2	18,7	5,7	(2,6)	(6,3)	4,3	0,6	47,55
Textiles	0,5	12,5	(6,5)	7,7	16,8	32,3	(1,2)	1,0	(3,7)	2,1	4,0	3,3	9,82
Trilla	0,3	11,2	11,6	(15,5)	7,3	12,5	13,0	(0,1)	16,2	(1,9)	(2,6)	11,0	1,13
Vidrio	(0,4)	(3,2)	15,6	6,0	4,0	23,4	2,9	3,8	0,5	(2,9)	0,7	1,9	12,39
Total	6,1	5,5	2,0	7,9	15,3	34,0	(1,3)	(0,7)	1,2	0,6	4,1	5,2	6,51

Fuente: DANE.

también se debe considerar el efecto que han tenido otras variables que afectan el costo de uso del capital y el factor trabajo.

En primer lugar, la apreciación del tipo de cambio⁹ y otras medidas, como la disminución del impuesto de renta a las empresas que invierten sus utilidades, además de las mejores condiciones económicas¹⁰, han propiciado un avance importante de la inversión, la cual se refleja en la dinámica que han

⁹ Durante el período de estudio la tasa de cambio nominal promedio pasó de \$2.941,29 por dólar a \$2.222,03, implicando una apreciación de 24,45%.

¹⁰ Según la EOE de Fedesarrollo, entre el primer trimestre de 2003 y el mismo período de 2007 el balance de las repuestas entre las personas que consideraban que las condiciones económicas para la inversión eran favorables pasó de -25 unidades a 39 unidades.

presentado las importaciones de bienes de capital para la industria en los últimos años. Por otra parte, los costos de uso del trabajo han aumentado en dólares debido a la apreciación del tipo de cambio, así como en pesos en razón a los aumentos nominales de los salarios industriales en pesos (30,1% entre el primer trimestre de 2003 y el primero de 2007), y otras medidas como el incremento en 50 pb de la contribución en salud aprobada en la reforma a la seguridad

social de 2006¹¹. De esta manera, mientras que en los últimos años el costo de uso del capital disminuyó, el del trabajo se incrementó¹², incentivando el uso del capital para la producción, como lo muestra el aumento estimado de 13,5 % de la relación capital por trabajador durante los cuatro años precedentes (Gráfico 18). De esta manera, para que se dinamice la generación de empleo formal, y con esto se redistribuyan las ganancias del mayor crecimiento económico, se debería considerar la posibilidad de tomar medidas con el fin de disminuir los costos de uso del factor trabajo.



III. POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA

A. Política monetaria

La política monetaria en Colombia sigue una estrategia de inflación objetivo desde 1999. Desde este esquema, sus objetivos son la estabilidad de precios y la suavización del ciclo económico. Para lograrlos el banco central puede afectar el costo del dinero (tasas de interés de intervención), el cual es el principal instrumento de la política monetaria. Las modificaciones de las tasas de interés de intervención que hace el Banco se transmiten al resto de la economía a través de diversos canales, que finalmente afectan el comportamiento de la demanda agregada y de sus principales

¹¹ Las cargas de ley sobre la nómina implican unos sobrecostos del 72,1% sobre el salario del mes de un trabajador formal (véase Asobancaria, *Semana Económica*, núm. 612, julio 6 de 2007).

¹² Una estimación de estos costos para Colombia en los últimos años se puede encontrar en: ANIF, "Comentario económico del día", junio 26 de 2007.

componentes, el consumo y la inversión. Dichos canales se pueden resumir de la siguiente manera:

- El canal del crédito, que alude a cómo el sistema financiero percibe directamente los cambios adoptados por el banco central sobre la tasa de interés para otorgar liquidez; un aumento hace más oneroso el fondeo de los recursos con el banco central, lo cual debería inducir a las entidades financieras a aumentar la tasa de interés de los préstamos. Además, la tasa del banco central se constituye en un referente para las negociaciones en el mercado interbancario (tanto de fondos prestables como de títulos) y para todos los agentes del mercado financiero; los depositantes pretenderían más réditos por sus recursos, lo cual en un mercado creciente y competido por depósitos se traduciría en aumento de tasa de interés de captación, fortaleciendo la presión para el incremento de las tasas de interés de los préstamos. El encarecimiento del crédito desanimaría el consumo y la inversión y por ende la demanda agregada.
- El canal de tasa de cambio. La modificación de las tasas de interés del Banco también afecta la tasa de cambio, ya que, por la condición de paridad descubierta de intereses, en una economía abierta con movilidad de capitales la tasa de devaluación dependerá del diferencial entre la tasa de interés doméstica y externa ajustado por una prima de riesgo-país. Los movimientos de la tasa de cambio afectan el precio de los bienes transables.
- Canal de expectativas: al variar la tasa de interés se afectan las expectativas de inflación de los agentes. Si los agentes confían en el Banco, deberían fijar sus precios de acuerdo con las metas y no afectarían sus decisiones por los choques temporales a la inflación, es decir, la credibilidad de los agentes en el banco central conduce a una amplificación de los resultados de las acciones de política monetaria. A largo plazo eso significa que la intensidad de los cambios necesarios de política serán menores, promoviendo más estabilidad de precios y de actividad económica.

Los mecanismos de transmisión de la política monetaria descritos operan con cierto 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.

Para mantener la inflación cerca de la meta, el banco central debe buscar que el aumento de la demanda agregada esté en línea con el de la capacidad productiva de la economía. Si la demanda crece por encima de la capacidad productiva habrá presiones inflacionarias, y de no actuar con prontitud

los desbalances macroeconómicos se agudizan, resultando, de particular importancia, el debilitamiento del sector externo. En una economía inflacionaria los flujos de capital externo no llegan y aumentan las salidas de capital local, y de acuerdo con la experiencia interna la corrección se caracteriza por drásticas reducciones de las importaciones que paralizan el aparato productivo y disparan el desempleo.

De esta manera, la postura de la política monetaria debería ser restrictiva en períodos de auge y expansiva en períodos de recesión. Esto es justamente lo que se observa en los gráficos 19 y 20 para el caso colombiano. Entre 1999 y 2005 era claro que la economía se estaba desempeñando por debajo

de su potencial, y esto posibilitó la reducción gradual de la inflación de 9,23% a 4,85% en dicho período. En este contexto, las autoridades monetarias pudieron mantener una postura holgada de la política monetaria, reduciendo la tasa de intervención del Banco desde niveles superiores al 20% en el primer semestre de 1999 al 6% en octubre de 2005; en términos reales ello significó una caída de 7,8% a 0,7%, respectivamente. Esta postura, aunada a unas condiciones externas favorables y la mejora en los niveles de confianza del país, permitieron la recuperación significativa de la inversión y del consumo en este período. Posteriormente, el Banco ha modificado su postura adoptando una política monetaria menos holgada, con aumentos en sus tasas de intervención, en respuesta al aumento de la inflación y sus proyecciones, y a las señales de un eventual crecimiento de la demanda agregada que superara la capacidad productiva de la economía. Con estas políticas se busca estabilizar la inflación alrededor de la meta, y suavizar las fluctuaciones económicas.

El comportamiento de la inversión y el consumo entre 2000 y 2006 muestra que la política de tasa de interés descrita actuó en la dirección deseada.

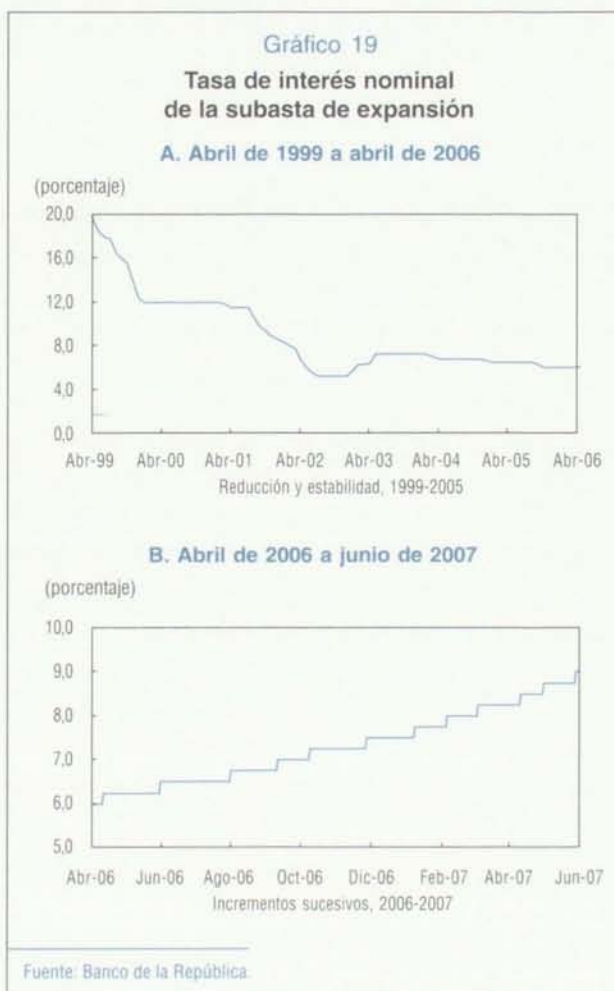
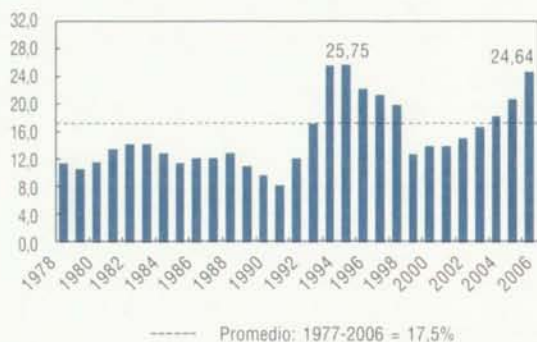


Gráfico 20

A. Inversión total como porcentaje del PIB



B. Consumo de los hogares (variación anual)



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

Efectivamente, las bajas tasas de interés lograron estimular un importante incremento del consumo y de la inversión, que constituyeron factores fundamentales para la recuperación del crecimiento económico.

Una vez lograda la recuperación de la economía, y ante el fuerte incremento de la demanda agregada, la JDBR comenzó a reducir a partir de abril de 2006 el estímulo monetario que venía brindando a la economía, mediante aumentos en las tasas de interés de política. Las razones para este cambio de postura obedecieron, como se explicó anteriormente, a las perspectivas de que la demanda agregada superara la capacidad productiva de la economía, y al aumento de la inflación y de sus proyec-

ciones con respecto a las metas. De esta manera, para mantener el ritmo de crecimiento de la economía no se requería de un estímulo monetario especial. Más aún, la permanencia de un estímulo monetario excesivo, reflejado en tasas de interés reales históricamente bajas, podría generar desequilibrios que se manifestarían en presiones inflacionarias, desbalances macroeconómicos e insostenibilidad del crecimiento. Considerando lo anterior, la JDBR decidió aumentar sus tasas de interés de intervención en 150 pb entre abril y diciembre de 2006.

Posteriormente, la información disponible a comienzos de 2007 mostró una aceleración no esperada de la demanda agregada que aumentó la estimación de crecimiento que habría tenido lugar en 2006 y su proyección 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 mediante el aumento en las tasas de interés de intervención en 25 pb en cada ocasión en los meses de enero a junio del presente año. 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.

Como se verá en detalle en este capítulo, la transmisión del efecto del incremento de las tasas de interés del Banco de la República al mercado de crédito se ha dado lentamente y de manera parcial, a juzgar por su limitado impacto sobre las tasas de interés de colocación, y el todavía elevado ritmo de expansión de la cartera. Por tanto, en su sesión del 6 de mayo la JDBR estableció un encaje marginal con el propósito de acelerar la transmisión de los efectos de la política monetaria hacia las tasas de crédito, y así lograr una moderación en el ritmo de crecimiento de la cartera crediticia y con ello la expansión de la demanda agregada que contribuya a controlar las presiones inflacionarias.

El encaje marginal se estableció sobre las captaciones que excedieran el nivel registrado el 7 de mayo, así: cuentas corrientes 27%, cuentas de ahorro 12,5% y certificados de depósito a término 5%. La medida actúa únicamente sobre el margen, es decir, no afecta la oferta de crédito que se genera con base en aquellas captaciones de los bancos anteriores al 7 de mayo¹³, lo que implica que se trata de una medida diseñada no para recortar la oferta de crédito a la economía, sino sólo para moderar su tasa de crecimiento, que de acuerdo con cifras disponibles al 30 de mayo alcanzaba el 32% anual, y en algunas modalidades como el crédito de consumo llegaba al 47% anual. Se debe destacar que el comportamiento reciente de los desembolsos de préstamos bancarios muestra que el ritmo de crecimiento del crédito poco a poco empieza a moderarse.

Posteriormente, y teniendo en cuenta que en la actualidad las cuentas de ahorro y las corrientes son activos financieros que tienen características de liquidez similares, en su sesión del 15 de junio la JDBR decidió unificar los dos encajes. De esta forma, el encaje ordinario para estos depósitos se unificó en 8,3%, y el marginal en 27% —el encaje marginal continuará calculándose sobre la base del nivel observado el 7 de mayo de 2007—. Se dio a los establecimientos de crédito un período de ajuste de dos “bisemanas de encaje” (en el Cuadro 9 se comparan los niveles de encaje antes y después de la medida).

1. Tasas de interés

a. Tasas de interés de mercado

La decisión de normalizar la política monetaria tomada a finales de abril de 2006 se ha llevado a cabo aumentando la tasa de interés para la subasta

¹³ Se debían aplicar encajes marginales de 27% sobre las cuentas corrientes, 12,5% sobre las de ahorro y 5,0% sobre CDT.

de expansión en 25 pb en doce oportunidades. A la fecha, el ajuste acumulado es de 300 pb y sitúa dicha tasa en 9,0%. Este último es el crecimiento nominal más alto observado desde diciembre de 1994, cuando la variación anual fue de 33,1%. La tasa de interés interbancaria (TIB) ha reflejado en su totalidad el cambio mencionado en la tasa de política (Cuadro 10 y Gráfico 21). Para evitar que la TIB se desvíe de la tasa de política, las intervenciones en el mercado cambiario han sido esterilizadas.

La transmisión observada de la tasa de interés ha estado rezagada frente a lo esperado y necesario para estabilizar la demanda agregada. A diferencia de la TIB, durante el período mencionado las tasas de interés activas y pasivas de las entidades de crédito han reaccionado con menor intensidad. La tasa de interés de colocación para todos los tipos de cartera¹⁴ aumentó 227 pb y la

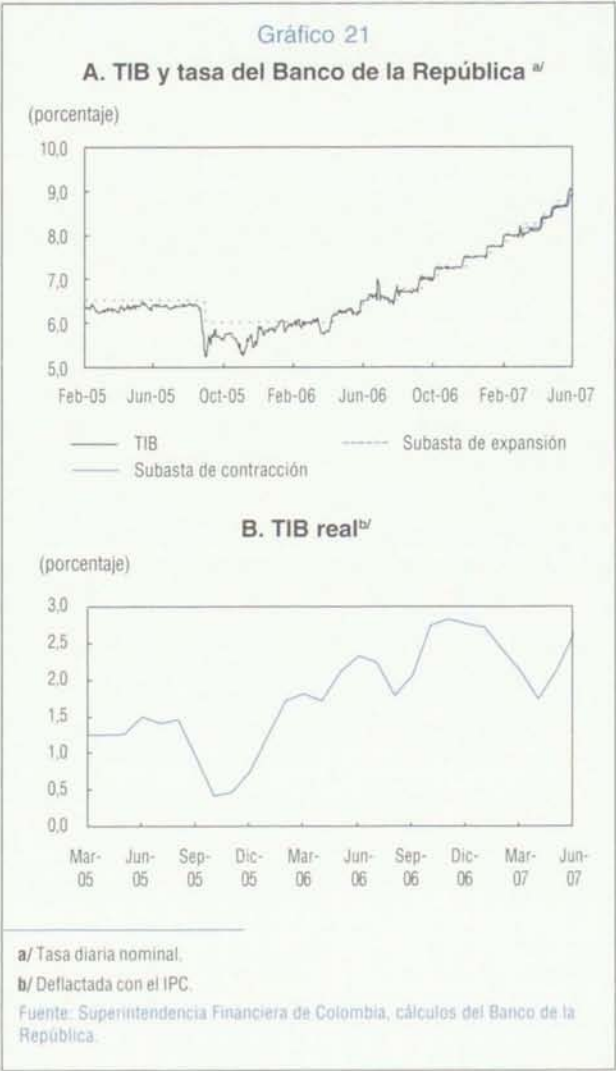
Cuadro 9				
Encaje ordinario y marginal				
(porcentaje)				
	Encaje ordinario		Encaje marginal	
	Núm. 3 del BR, mayo 6 de 2007	Núm. 7 del BR, junio 15 de 2007	Núm. 3 del BR, mayo 6 de 2007	Núm. 7 del BR, junio 15 de 2007
Cuentas corrientes y otras exigibilidades a la vista	13,0	8,3	27,0	27,0
Cuentas de ahorro	6,0	8,3	12,5	27,0
CDT	2,5	2,5	5,0	5,0
Fuente: Banco de la República.				

Cuadro 10				
Tasa de intervención y tasa interbancaria (TIB)				
(porcentaje)				
Fin de	Mínima subasta expansión nominal	TIB nominal	IPC	TIB real
Abr. 06	6,00	5,85	4,12	1,66
Dic. 06	7,50	7,50	4,48	2,89
Jun. 07	9,00	9,05	6,04	2,84
Variación				
Abr. 06 a jun. 07	3,00	3,20	1,91	1,18
Fuente: Banco de la República.				

¹⁴ Se refiere a la tasa de colocación, calculada por el Banco de la República, que incluye todos los tipos de cartera, dando una menor ponderación a los créditos de Tesorería.

tasa de captación de los depósitos a término (DTF) subió 209 pb. La debilidad de la transmisión de tasas se hace mucho más evidente después de descontar la inflación, pues la variación de las tasas mencionadas en términos reales ha sido mínima (18 y 14 pb, respectivamente) y mantienen unos niveles históricamente bajos (Cuadro 11 y Gráfico 22). Así las cosas, el efecto de los incrementos en la tasa de política sobre la demanda agregada es aún muy frágil, a juzgar por el escaso aumento de la tasa de interés real, haciendo evidente la lentitud con la que han venido operando los canales de transmisión.

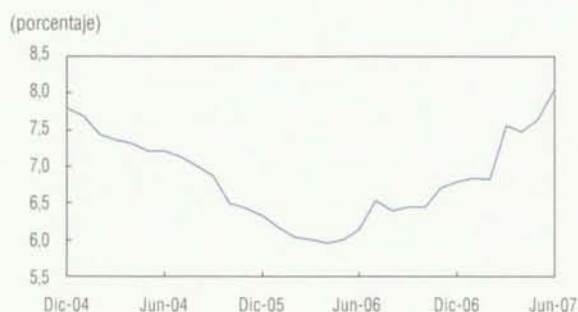
El examen más detallado de las tasas de interés de los créditos muestra que las de consumo y ordinario, que por su cuantía son las más importantes, han descendido en



Cuadro 11					
Transmisión de las tasas de interés					
	Mínima subasta expansión nominal	DTF nominal	Tasa de colocación nominal	DTF real	Tasa de colocación real
Promedio mes					
Abr. 06	6,00	5,93	12,94	1,73	8,47
Dic. 06	7,36	6,75	13,04	2,18	8,19
Jun. 07	8,83	8,02	15,21	1,87	8,65
Variación					
abr. 06 a jun. 07	283	209	227	14	18
abr. 06 a dic. 06	136	83	10	44	(27)
dic. 06 a jun. 07	147	127	217	-30	46

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

Gráfico 22

A. DTF (promedio mensual nominal)**B. DTF real (deflactado con IPC)****C. Tasa de colocación real (deflactado con IPC)**

Fuente: Banco de la República.

términos reales con relación a los niveles que registraban en abril de 2006, momento del cambio de postura de política por parte del Banco de la República. La transmisión de tasas ha sido un poco más fluida para las de los créditos de tesorería y preferencial. No sobra destacar que en el mes de junio se observó un fortalecimiento de la transmisión a todas las tasas, lo cual coincide con las decisiones que sobre el encaje monetario adoptó la JDBR en mayo de 2007 (Cuadro 12).

Por último, cabe mencionar que la reacción de la tasa de interés para los créditos de consumo pudo demorarse por efecto de la tasa de usura, que estaba poniendo un techo al alza. Como se aprecia en el Gráfico 23, el recálculo de la tasa de usura llevado a cabo en mayo de 2007 deja espacio a la tasa de interés de consumo para que reaccione a cambios en la tasa de interés de política (Gráfico 24).

b. Evolución del mercado de deuda pública local durante 2007

En lo corrido de 2007 las tasas de los títulos de deuda pública interna han presentado dos tendencias en su evolución: la primera desde el comienzo del año hasta finales de abril, cuando las tasas de los TES se mantuvieron al alza, y la segunda a partir de la primera semana de mayo, cuando iniciaron un muy suave proceso de ajuste a la baja. Los incrementos sucesivos de la tasa de subasta para los repos de expansión determinados por la JDBR,

Cuadro 12
Tasas de interés activas
(porcentaje)

Promedio mes	Consumo		Ordinario		Preferencial		Tesorería		Colocación Banco de la República ^{a/}	
	nominal	real	nominal	real	nominal	real	nominal	real	nominal	real
Abr. 06	21,14	16,34	15,36	10,80	8,73	4,42	7,68	3,42	12,94	8,47
Dic. 06	19,57	14,44	14,24	9,35	10,22	5,50	9,58	4,88	13,04	8,19
May. 06	21,19	14,08	16,45	9,62	11,71	5,16	11,36	4,83	14,83	8,09
Jun. 07	21,80	14,87	16,98	10,32	12,17	5,79	11,66	5,30	15,21	8,65
Variación										
Abr. 06 a jun. 07	0,66	(1,48)	1,61	(0,48)	3,45	1,36	3,98	1,88	2,27	0,18
Abr. 06 a dic. 06	(1,57)	(1,90)	(1,12)	(1,45)	1,50	1,07	1,89	1,46	0,10	(0,27)
Dic. 06 a jun. 07	2,23	0,43	2,73	0,97	1,95	0,29	2,08	0,43	2,17	0,46
May. 07 a jun. 07	0,61	0,79	0,53	0,70	0,46	0,63	0,29	0,47	0,38	0,56

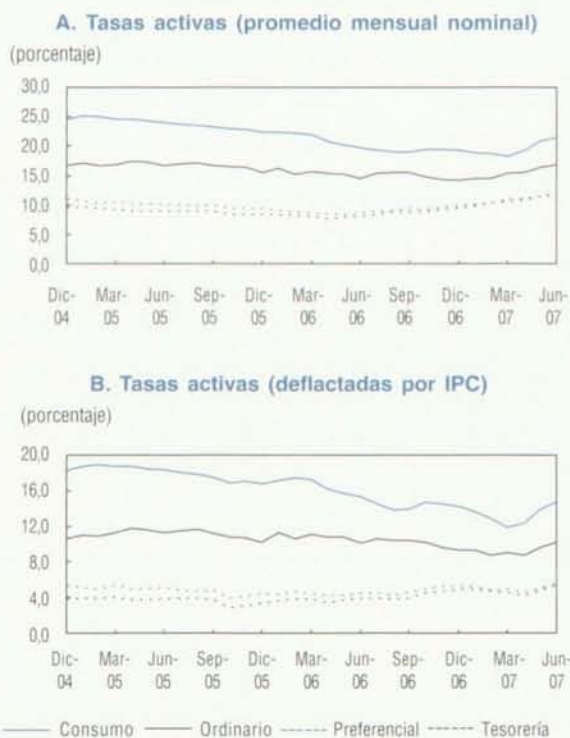
a/ tasa total de colocación calculada por el Banco de la República.

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

la liquidez internacional y la menor aversión al riesgo de los mercados financieros internacionales fueron los factores determinantes de la evolución de la tasa de negociación de los títulos de deuda pública local en este periodo.

En efecto, tal como se puede observar en el Gráfico 25, la curva de rendimientos de los TES siguió la tendencia en la evolución de incrementos graduales en la tasa de referencia del Banco; no obstante, a partir de mayo, cuando el Banco adoptó medidas para atenuar el crecimiento de la oferta crediticia y reducir la probabilidad de los riesgos sistémico y de contraparte de algunos intermediarios, el nivel de la curva de rendimientos corrigió a

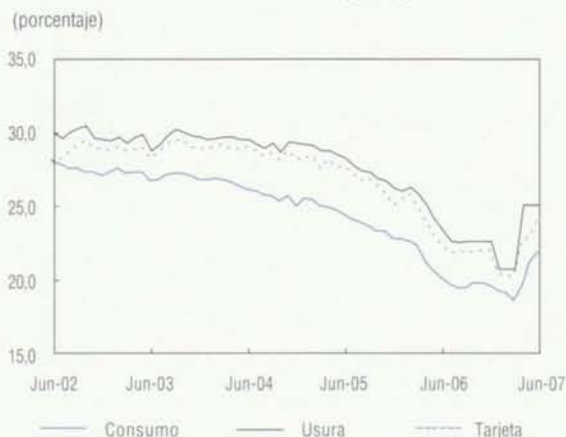
Gráfico 23
Tasas de interés activas



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

Gráfico 24

Tasa de consumo, tarjeta y usura



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

la baja, particularmente en el tramo largo de la curva, lo cual sugiere que las medidas fueron efectivas para moderar las expectativas de inflación.

Adicionalmente, el comportamiento de los precios de las materias primas, la incertidumbre sobre el desempeño de la actividad económica de los principales países industrializados, las fluctuaciones en la aversión al riesgo de los mercados internacionales y la mejora en las calificaciones de riesgo de la deuda pública colombiana como de otros países emergentes explican el movimiento al alza de las tasas de los TES y su posterior corrección.

Gráfico 25

Curva cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del Banco de la República, enero 2 de 2006 a junio de 2007



Fuente: Banco de la República.

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

a. Base monetaria

Entre enero y junio de 2007 la base monetaria presentó una variación anual promedio de 18,8%, lo que implicó un aumento de 12,4% en términos reales (Gráfico 26).

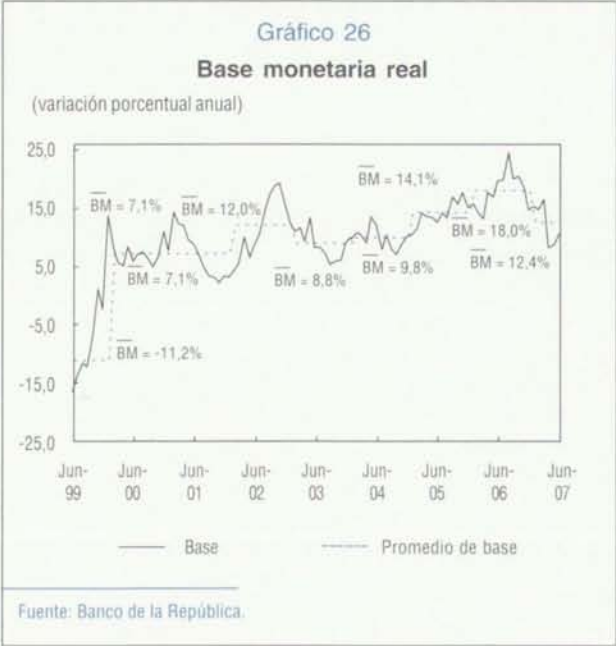
Este incremento se ha desace-

lerado desde agosto de 2006, cuando la base monetaria aumentaba 30,6% en términos anuales. En el segundo trimestre del año el ritmo de crecimiento se había reducido a 15,9% anual.

La desaceleración en el ritmo de crecimiento de la base monetaria se explica, principalmente, por el comportamiento del efectivo, cuyo aumento anual

promedio fue de 17,7% entre enero y junio de 2007 (11,4% en términos reales), frente a un crecimiento promedio anual de 25,1% en 2006 (19,9% en términos reales). Por su parte, durante el primer semestre de 2007 la reserva bancaria aumentó, en promedio, 21,6% (15,1% en términos reales), crecimiento superior al observado en 2006, como resultado tanto del mayor nivel de los pasivos sujetos a encaje (PSE) como de la decisión de las entidades financieras de mantener mayores niveles de sobreencaje (Gráfico 27).

El comportamiento de las fuentes de expansión de la base monetaria a junio de 2007 refleja el manejo prudente y consistente de las políticas monetaria y cambiaria y la coordinación con el Gobierno. El efecto expansivo de la intervención en el mercado cambiario por la compra de (\$11.750 miles de millones [mm]) se ha esterilizado parcialmente con menores operaciones de liquidez (\$1.676 mm), menor portafolio de TES (\$1.357 mm) y mayores depósitos del Gobierno en el Banco de la República (\$3.484 mm) (Cuadro 13). Gracias a esta esterilización el crecimiento de la base fue apenas el necesario para atender su demanda, como lo demuestra el hecho de que la tasa interbancaria no se distanció de la tasa de política.



Cuadro 13
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)

	Variación anual			
	jun-06	dic-06	mar-07	jun-07
I. Gobierno	1.611	1.968	4.394	(3.484)
Traslado de utilidades ^{a/}	793	793	0	0
Pesos	793	793	0	0
Depósitos en el Banco de la República	818	1.175	4.394	(3.484)
II. TES regulación	(1.755)	(327)	(1.208)	(1.357)
Compras definitivas	2.499	463	693	491
Ventas definitivas	(4.000)	(261)	(1.089)	(1.089)
Vencimiento	(254)	(529)	(812)	(759)
III. Operaciones de liquidez del Banco de la República	2.894	2.586	(5.345)	(1.676)
Expansión ^{b/}	2.894	2.586	(5.345)	(518)
Contracción	0	0	0	(1.158)
IV. Divisas	513	(483)	7.600	11.750
Opciones de acumulación	0	1.397	1.398	2.157
Opciones de desacumulación	(2.316)	(2.315)	(2.315)	(347)
Intervención discrecional	9.678	2.702	8.517	9.939
Venta de divisas al Gobierno	(6.848)	(2.268)	0	0
V. Otros ^{c/}	658	483	531	(458)
Variación total de la base	3.921	4.227	5.972	4.775
Saldo de la base	21.835	27.032	26.505	26.610

a/ En 2007 la totalidad de utilidades entregadas al Gobierno fue en dólares: \$1.186 mm (US\$533 m).

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

c/ Dentro de otros se encuentra, principalmente, el efecto monetario del P y G del Banco de la República y los depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior.

Fuente: Banco de la República.

b. Cartera de créditos

La normalización de la postura de política monetaria desde abril de 2006 se inició en un contexto de buen crecimiento económico en los dos años anteriores y con un crecimiento esperado para el PIB de 2006 (entre 4% y 5%). A mediados de 2006 el crédito del sistema financiero presentaba un fuerte incremento; así, con el aumento de tasas de política se buscaba una moderación en el crecimiento de este agregado, el cual fuera compatible con un crecimiento estable de la economía y con un sistema financiero sólido.

Desde finales de 2005 la cartera del sistema financiero presentó crecimientos altos, aunque en meses recientes esta dinámica se ha moderado lentamente (Gráfico 28 y Cuadro 14). Entre enero y junio de 2007 la cartera bruta total (en moneda nacional más extranjera) registró un crecimiento promedio anual de 31,4%. Por modalidad, fueron muy fuertes los

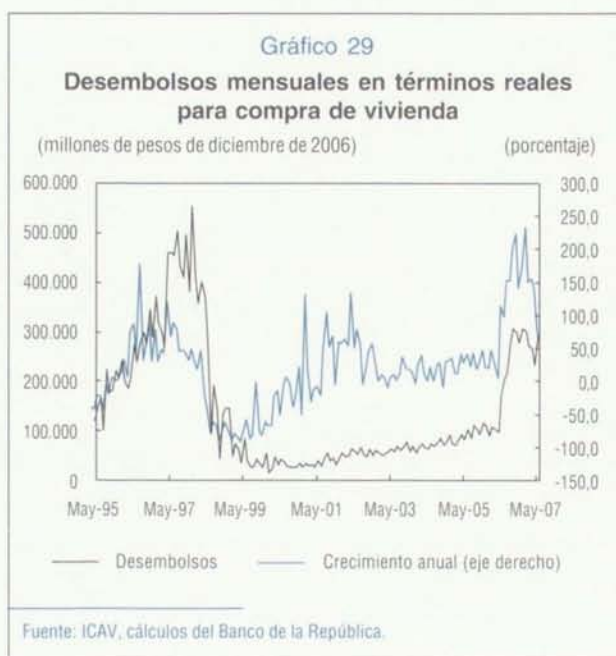
incrementos anuales de las carteras de consumo (47,4%) y comercial (33,4%). Igualmente, cabe resaltar la recuperación de la hipotecaria, la cual presentó una variación anual promedio de 15,3% en términos nominales durante el primer semestre de 2007 (14% ajustada por titularizaciones). Este dinamismo es explicado por el fuerte crecimiento de los desembolsos mensuales para compra de vivienda (Gráfico 29). El *leasing* financiero aumentó 45,5%, en promedio, durante este mismo período. De esta forma, la cartera neta más *leasing* aumentó, en promedio,



Cuadro 14
Cartera bruta del sistema financiero^{a/}

	Saldo en miles de millones de pesos, fin de junio de			Crecimiento porcentual anual, fin de junio de			Crecimiento promedio anual (%) ^{b/} enero-julio		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
A. Moneda nacional	59.624	73.227	95.699	11,9	22,8	30,7	9,7	17,1	35,5
Hipotecaria	7.211	7.608	8.550	(20,7)	5,5	12,4	(24,6)	(2,1)	15,3
Consumo	14.679	21.652	31.304	33,3	47,5	44,6	32,4	42,5	47,4
Microcrédito	1.062	1.468	1.840	71,1	38,2	25,3	60,1	41,3	31,5
Comercial	36.672	42.498	54.006	12,6	15,9	27,1	11,8	10,6	33,4
B. Cartera hipotecaria ajustada	10.193	10.127	12.062	(6,3)	(0,6)	19,1	(7,8)	(1,6)	14,0
C. Moneda extranjera	3.794	5.320	5.661	30,4	40,2	6,4	57,7	39,1	(17,6)
D. Total (A + C)	63.418	78.547	101.360	12,9	23,9	29,0	11,9	18,5	31,4
E. <i>Leasing</i> financiero (ml+me) ^{c/}	4.535	6.548	9.325	49,7	44,4	42,4		41,9	45,5
F. Total cartera con <i>leasing</i> (D + E)	67.953	85.095	110.684	14,7	25,2	30,1		20,0	32,5

a/ Sin FEN y sin entidades en liquidación. Datos al cierre del mes monetario.
b/ Corresponde al promedio de los crecimientos anuales de datos semanales.
c/ Las cifras de *leasing* financiero sólo se tienen disponibles a partir del 30 de enero de 2004.
Fuente: Formato 281 de la Superintendencia Financiera (Cuentas Activas y Pasivas).



32,5% en los primeros seis meses del año.

Dos aspectos más relacionados con el impulso que ha tenido la cartera son: i) en los estados financieros de las entidades crediticias se registran mayores ingresos derivados de los préstamos, con respecto a los obtenidos por las inversiones (Gráfico 30), y ii) el indicador de calidad de los diferentes tipos de cartera se estabilizó alrededor del 6,6%.

c. Fuentes de financiamiento de las entidades de crédito



El flujo de fondos del sistema financiero sugiere que las entidades han asimilado los incrementos de las tasas de intervención monetaria, rebalanceando las colocaciones en favor del crédito y en contra de las inversiones. A lo anterior se suma un aumento en las preferencias del público por los depósitos del sistema financiero, como lo sugiere el hecho de la aceleración de captaciones sin mayores ajustes en las tasas de captación.

En efecto, al examinar las principales cuentas del ba-

lance de los establecimientos de crédito se encuentra que desde 2006 se produjo un cambio importante en las fuentes de financiamiento, el cual tuvo que ver con la reducción de las inversiones, por parte del sistema financiero principalmente en TES, y el aumento en los pasivos sujetos a encaje (PSE), lo que financió el crecimiento de la cartera. Este comportamiento

Cuadro 15
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito con FEN

	Saldos fin de (en miles de millones de pesos)			Variación anual absoluta		Variación anual porcentual	
	Jun-05	Jun-06	Jun-07	Jun-06	Jun-07	Jun-06	Jun-07
Activo							
Posición propia contado ^{a/}	1.151	2.154	1.819	1.003	(335)	87,15	(15,54)
Reserva bancaria	5.492	5.345	8.417	(148)	3.073	(2,69)	57,49
OMA pasivas del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje ^{b/}	0	0	1.160	0	1.160	—	—
Cartera neta (m/n) ^{c/}	57.046	70.471	91.794	13.424	21.323	23,53	30,26
Inversiones ^{d/}	38.399	40.340	34.437	1.941	(5.903)	5,06	(14,63)
Cartera de <i>leasing</i> (m/n) ^{e/}	4.469	6.369	9.038	1.901	2.669	42,53	41,91
Otros netos	(14.745)	(15.815)	(19.950)	(1.071)	(4.135)	7,26	26,15
Total	91.813	108.864	126.716	17.051	17.852	18,57	16,40
Pasivo							
OMA activas del Banco de la República ^{a/}	3.641	6.909	6.391	3.269	(518)	89,78	(7,49)
PSE	88.172	101.955	120.325	13.783	18.370	15,63	18,02
Total	91.813	108.864	126.716	17.051	17.852	18,57	16,40
Ítem de memorando							
Tes B sistema financiero, valor nominal ^{a/}	18.579	20.250	15.762	1.671	(4.488)	8,99	(22,16)
Tes B sistema financiero, valor nominal + cartera	80.093	97.090	116.594	16.996	19.505	21,22	20,09
Inversiones + cartera	99.914	117.180	135.269	17.266	18.089	17,28	15,44

Nota: corresponde al mes monetario.

a/ Incluye bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, comisionistas de bolsa, Bancoldex y FEN.

b/ Incluye a todos los agentes colocadores de OMA.

c/ Incluye bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, cooperativas financieras y FEN.

d/ Incluye bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y cooperativas financieras.

e/ No incluye FEN ni cooperativas financieras.

Fuente: Banco de la República.

continuó durante el primer semestre de 2007 (Cuadro 15). En particular, entre enero y junio de este año los PSE se incrementaron en \$8.911 mm, mientras que las inversiones se redujeron en \$2.452 mm. Por su parte, la cartera neta y de *leasing* del sistema financiero aumentó en \$10.398 mm durante el mismo período.

El comportamiento de las captaciones del sistema financiero, medida con los pasivos sujetos a encaje (PSE), registra un crecimiento nominal



Fuente: Banco de la República.

anual promedio de 19% entre enero y junio de 2007, equivalente al 12,5% real (Gráfico 31). Dicho crecimiento se ha visto impulsado por el de sus dos principales componentes: ahorro (24,5%) y CDT (17,6%). También se observa que los depósitos más dinámicos son los del sector privado (Cuadro 16).

A continuación, en el literal B, se analizan los indicadores de calidad y cubrimiento de la cartera, así como las principales medidas de rentabilidad del sistema financiero; finalmente, se presentan los resultados generales de algunos ejercicios de riesgo de crédito, riesgo de liquidez y de riesgo mercado.

B. Calidad de los activos del sistema financiero

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

a. Indicadores de calidad y de cubrimiento de la cartera

Para mayo de 2007 el indicador de calidad de cartera (IC), medido como la razón de cartera riesgosa¹⁵ a cartera bruta, se sitúa en niveles cercanos al

Cuadro 16				
Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado				
(miles de millones de pesos)				
	Saldos a mayo			Crecimiento (%) promedio, 2007
	2006	2007	Var. anual (%)	
M3 privado	92.577	113.237	22,3	22,8
Efectivo	15.286	17.483	14,4	18,2
PSE	77.291	95.755	23,9	23,7
Cuentas corrientes	11.061	13.058	18,0	21,8
CDT	27.381	34.425	25,7	21,2
Ahorro ^{a/}	33.795	42.492	25,7	28,2
Otros	5.053	5.779	14,4	12,5
M3 público	22.117	26.335	19,1	12,4
Cuentas corrientes	4.149	4.349	4,8	7,4
CDT	2.739	1.958	(28,5)	(22,6)
Ahorro	11.673	12.468	6,8	13,8
Fiduciarios	2.565	6.312	146,1	56,1
Otros	990	1.248	26,0	23,7
M3 total	114.694	139.572	21,7	20,8
Efectivo	15.286	17.483	14,4	18,2
PSE	99.408	122.089	22,8	21,2
Cuentas corrientes	15.210	17.407	14,4	17,7
CDT	30.120	36.383	20,8	17,6
Ahorro	45.469	54.960	20,9	24,5
Fiduciarios	2.565	6.312	146,1	56,1
Otros	8.609	13.339	55,0	24,9

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

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

¹⁵ Siendo la cartera riesgosa todo crédito que tiene una calificación distinta de A.

6,4% (Gráfico 32). Los bajos porcentajes de cartera riesgosa son comunes a la mayoría de las modalidades de crédito, siendo la cartera comercial la de mejor calidad (5,54%). En el caso de la cartera hipotecaria se aprecia una mejoría en el indicador de calidad de cartera, pasando de 11,8% en mayo de 2006 a un nivel de 8,5% en mayo de 2007; en cambio, vale la pena resaltar que para el mismo período el indicador de calidad de la cartera de consumo se ha deteriorado, pasando de 6,93% a 7,44%. Lo anterior sugiere un monitoreo cuidadoso del crecimiento de la cartera de consumo por parte de las entidades financieras.

Desde 2002 el indicador de cubrimiento de la cartera (provisiones/cartera riesgosa), muestra una tendencia creciente, alcanzando en mayo de 2007 un 47,7% (Gráfico 33). Para ello han contribuido principalmente las modalidades de microcrédito, consumo y comercial (52,2%, 50% y 48%, respectivamente), lo que brinda una mayor protección ante la eventualidad de no pago.

De manera similar al *Informe al Congreso* anterior, se

puede decir que el crecimiento de las carteras de consumo y comercial son las modalidades de crédito que más contribuyen en el dinamismo de la cartera de los establecimientos de crédito. Esta tendencia ha estado acompañada por niveles estables de calidad de cartera y mayores niveles de cubrimiento,

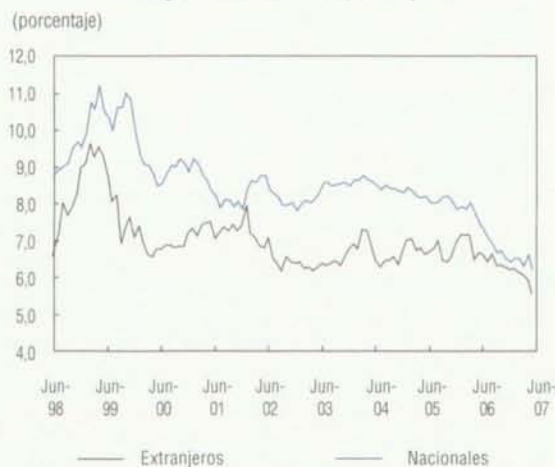


Gráfico 34
Rentabilidad del activo



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

Gráfico 35
Margen real con tasas *ex post*



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

lo cual es favorable en términos de reducir las vulnerabilidades del sistema. Así mismo, es importante tener un monitoreo cuidadoso de la cartera de consumo, debido al deterioro en su calidad.

b. Indicadores de rentabilidad

El indicador de rentabilidad del sistema financiero (definido como la razón entre utilidades y activo promedio [ROA]) pasó de 2,62% en mayo de 2006 a 2,32% en mayo de 2007 (Gráfico 34); sin embargo, la rentabilidad del activo del sistema financiero se encuentra en niveles altos desde 2004, incluso en comparación con los niveles precedentes a la crisis (en diciembre de 1994 alcanzó un 2,13%).

Por otro lado, los bancos nacionales frente a los bancos extranjeros presentan un mayor margen de intermediación, producto de tasas activas *ex post*¹⁶ más altas, dado que las tasas pasivas son prácticamente iguales en ambos grupos de entidades (Gráfico 35). A pesar de

ello, la diferencia entre la banca nacional y extranjera es cada vez menor, principalmente por el decrecimiento de las tasas activas *ex post* nacionales (pasando de 7,48% a 6,2% de mayo de 2006 a mayo de 2007). Esta similitud en los indicadores es por la generalización de la multibanca en el sistema

¹⁶ La tasa activa *ex post* es calculada como la razón de ingresos por intereses sobre cartera productiva.

financiero frente a la especialización que caracterizaba a la actividad bancaria en el pasado. En términos generales, se observa que tanto la banca nacional como la extranjera presentan indicadores de rentabilidad favorables, comprobando el buen momento del sistema financiero colombiano.

La relación de solvencia para el conjunto del sistema financiero¹⁷ es utilizada para analizar la solidez patrimonial de los establecimientos de crédito (Gráfico 36). En mayo de 2007 este indicador se ubicó en 13,67%, alcanzando el promedio de la última década y más de 4 pp por encima del mínimo regulatorio (9%), esto significa que la expansión de las actividades de intermediación financiera no se encuentra restringida por los niveles de capital y que existen buenas provisiones ante una eventual crisis.



2. Análisis de los principales indicadores de riesgo¹⁸

El nivel de rentabilidad y solidez patrimonial de los establecimientos de crédito se mantiene a pesar de las dificultades experimentadas en los mercados de activos financieros en el segundo trimestre de 2006. Esto conlleva la necesidad de intensificar el monitoreo, tanto del riesgo de mercado (materializado en pérdidas por valoración y liquidaciones durante el primer semestre) como del riesgo de crédito (debido al vigoroso crecimiento de la cartera). El riesgo de liquidez continúa siendo bajo.

A grandes rasgos, el riesgo de mercado continúa siendo la principal amenaza, a pesar de la menor exposición de los establecimientos de crédito al finalizar 2006. En cuanto al riesgo de crédito, este permanece en niveles bajos, aunque los ejercicios muestran una mayor toma de riesgo por parte

¹⁷ La relación de solvencia es la razón patrimonio técnico sobre activos ponderados por riesgo (incluyendo riesgo de mercado).

¹⁸ Para mayor información consultar el *Reporte de Estabilidad Financiera*, Banco de la República, de marzo de 2007.

de las entidades, sin tener en contrapartida un incremento en el patrimonio. Con respecto al riesgo de liquidez, continúa en niveles bajos, pero con una tendencia creciente que merece un monitoreo cauteloso, especialmente en la medida en que se sigan finiquitando los activos líquidos.

a. Riesgo de mercado

Los establecimientos de crédito liquidaron una parte importante de los títulos de deuda pública en su poder, mientras que las instituciones financieras no bancarias (IFNB) continuaron incrementando su exposición (Cuadro 17).

Un análisis de sensibilidad muestra que un aumento de 200 pb¹⁹ en todos los plazos de la curva cero cupón de los TES tasa fija, podría producir pérdidas de 20,2% de las utilidades de los establecimientos de crédito y 2,77% del valor del portafolio de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) (Gráfico 37).

b. Riesgo de crédito

La alta calidad de la cartera, los elevados niveles de provisiones y las buenas perspectivas macroeconómicas sugieren que el riesgo de crédito no representa una fuente de inestabilidad a corto plazo. Para ello se realizan ejercicios de sensibilidad que contemplan varios escenarios posibles, en

Cuadro 17
Variaciones en las tenencias de TES B^{a/}
(millones de pesos)

Subsector	por cantidades	Variación por precios	total
Total entidades de crédito	(1.998.638)	2.083.801	85.162
Bancos comerciales	(2.161.568)	1.949.629	(211.939)
Compañías de financiamiento comercial	48.480	23.226	71.705
Cooperativas grado sup. car. finan.	7.717	7.248	14.965
Corporaciones financieras	106.733	103.698	210.431
Total sector financiero no bancario	3.527.386	6.337.702	9.865.088
Comisionistas de bolsa	(53.930)	55.577	1.647
Compañías de seguro y capitalización	202.087	367.963	570.051
AFP	2.699.955	4.983.246	7.683.201
Sociedades fiduciarias	679.274	930.916	1.610.190

a/ Variaciones entre el 29 de agosto de 2006 y el 16 de febrero de 2007.
Fuente: Banco de la República.

¹⁹ Este es el choque sugerido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para países distintos a los del G-10.

donde se supone que el escenario macroeconómico es extremo y poco probable (*stress-test*), para así poder observar cómo choques adversos sobre variables macroeconómicas afectan variables del P y G y, por ende, su solvencia. Se evalúa la solidez de los establecimientos de crédito en términos de la relación de solvencia, indicador que mide la capacidad de las instituciones para amortiguar pérdidas inesperadas.

Los ejercicios de *stress-test* para cartera de consumo e hipotecaria suponen una caída del 6,8% en la actividad económica, como la observada en el segundo trimestre de 1999; una subida en tasas de interés de 450 pb, como la que se presentó entre mayo y junio de 1998, y una caída del 8% en los precios de vivienda, equivalentes al promedio de las caídas durante 1996-2000. En el

caso de la cartera comercial se supone una disminución en las ventas del 9%, como la registrada durante 1999. Los resultados muestran que una fuerte subida de tasas de interés y una caída drástica de la actividad económica llevarían la relación de solvencia, de 12 de 17 bancos, a niveles inferiores al mínimo regulatorio (9%).

c. Riesgo de liquidez

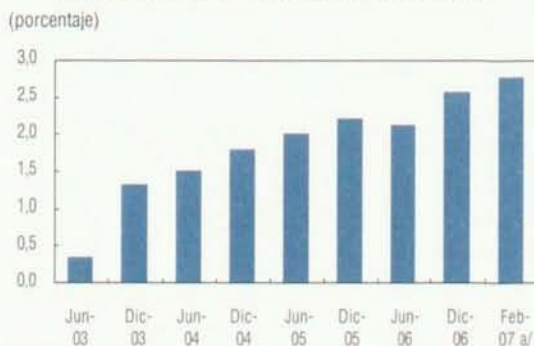
La naturaleza de la actividad de intermediación financiera conlleva la transformación de pasivos líquidos en activos ilíquidos; por tal motivo existe la posibilidad de que una entidad financiera sea incapaz de cumplir con sus obligaciones debido a la carencia de recursos líquidos. El riesgo de liquidez se encuentra asociado con esta posibilidad.

Gráfico 37

A. Pérdidas por valoración como porcentaje de las utilidades anualizadas ante un choque de 200 puntos básicos



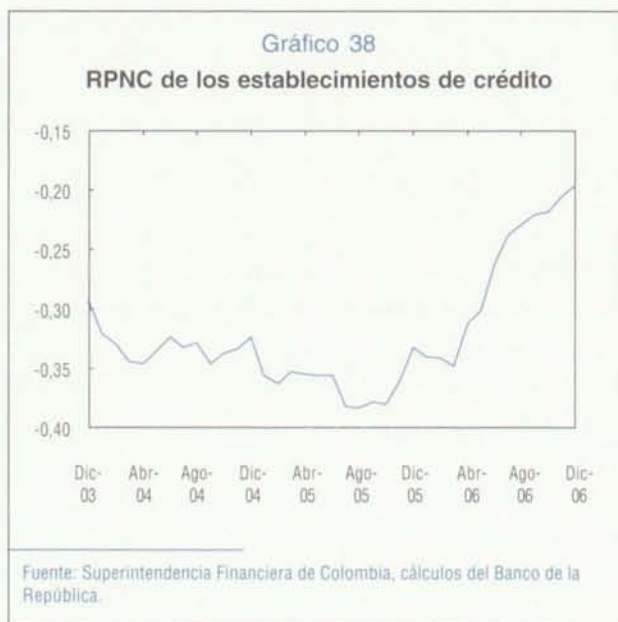
B. Pérdidas por valoración de las AFP como porcentaje del valor del portafolio ante un choque de 200 puntos básicos



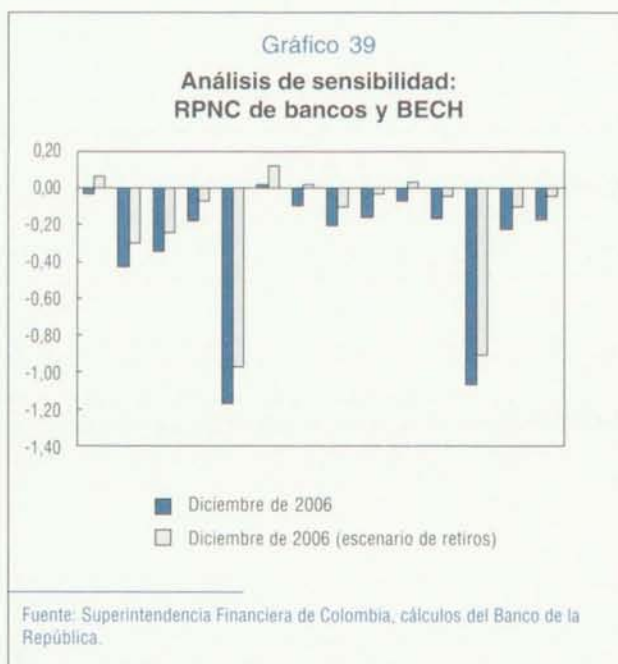
a/ Porcentaje del portafolio de diciembre.

Fuente: Banco de la República.

Para analizar el riesgo de liquidez se utilizan dos metodologías: la primera es la razón de pasivos no cubiertos (RPNC)²⁰ y el valor en riesgo ajustado por liquidez (VeR-L). Esta última permite analizar con mayor precisión la verdadera incidencia del riesgo, midiendo las pérdidas que pueden sufrir las entidades al liquidar una posición (como los títulos de deuda pública) en caso de una crisis de liquidez.



La razón de pasivos no cubiertos (RPNC) constituye una buena aproximación al riesgo de liquidez y se refiere a la diferencia entre los pasivos susceptibles de ser redimidos y los activos líquidos, diferencia que, como porcentaje de los activos ilíquidos, implica que entre más negativo es el indicador menor es el riesgo de liquidez que enfrenta la entidad.



El Gráfico 38 presenta la RPNC observada para las entidades del sistema, y el Gráfico 39, la RPNC sobre el escenario de tensión con corte a diciembre de 2006. De un nivel cercano a -0,34 en marzo de 2006, la RPNC fue aumentando progresivamente durante el año hasta registrar -0,19 en diciembre, lo que indica que la incidencia del riesgo de liquidez sobre el sistema bancario aumentó a lo largo de 2006, después de un prolongado período cuando se venía reduciendo (el gráfico sugiere

²⁰ $RPNC = (PTR + PL) - [\lambda IN + (AL - IM)] / AT - AL$, donde PL corresponde a los pasivos líquidos; PTR al componente transitorio de los demás pasivos; IN a las inversiones negociables; AL a los activos líquidos, y AT a los activos totales.

que de un nivel cercano a -0,3 en septiembre de 2003 el indicador cayó a -0,36 en octubre de 2005). Lo anterior se explica por varios fenómenos reseñados en las primeras secciones de este reporte: la liquidación de inversiones negociables implicó que el tamaño del soporte de liquidez del sistema se redujo, la fuerte expansión de la cartera de créditos ocasionó que las entidades asumieran un mayor riesgo de enfrentar faltantes de liquidez, y la liquidez de los mercados financieros disminuyó, sobre todo durante el segundo trimestre del año. Pese a que el nivel de riesgo continúa siendo bajo (en tanto la RPNC aún es negativa), su tendencia hace necesario monitorear cuidadosamente la evolución de la posición de liquidez de las entidades.

Sin embargo, a nivel individual se presentan grandes variaciones. En particular, una entidad presentó en diciembre una RPNC positiva, un fenómeno que no se había observado anteriormente. Asimismo, la RPNC de las entidades se ha acercado a cero, en comparación con los ejercicios presentados en anteriores ediciones de este Informe. Lo anterior permite concluir que, si bien el riesgo es bajo, va en aumento.

Sobre el escenario de tensión simulado²¹, la RPNC de cuatro entidades, que representan el 20% de los activos del sistema bancario, sería positiva. Por tanto, ante un escenario como aquel, el sistema financiero no debería presentar problemas agregados de liquidez (Gráfico 39).

En caso de necesitar recursos muy líquidos para cumplir con sus obligaciones, las entidades financieras buscarán liquidar cierta porción de sus inversiones negociables en los mercados financieros. Esta concurrencia de las entidades al mercado, junto con diversos elementos regulatorios, ocasiona que tengan que enfrentar un riesgo de mercado en tanto el valor de aquellas inversiones puede cambiar de forma inesperada. Adicionalmente, esto hace que las entidades incurran en el riesgo de que, en caso de una crisis en la liquidez del mercado, no puedan realizar el valor de mercado de las inversiones, sino uno descontado.

Este efecto de la liquidez del mercado sobre el valor de las inversiones negociables hace necesario corregir la medida tradicional del riesgo de mercado (el valor en riesgo [VeR]), con el fin de que las entidades puedan conocer con mayor precisión el valor real de su portafolio de inversiones, y permitiendo analizar la verdadera incidencia del riesgo, al medir las pérdidas que pueden sufrir las entidades cuando liquidan una posición (como los títulos de deuda pública) en caso de una crisis de liquidez²². Los resultados de esta

²¹ Un escenario de tensión simulado consiste en calcular el impacto que sobre la RPNC de cada una de las entidades del sistema bancario tendría un retiro súbito de 12% de los depósitos.

²² Esta metodología se refiere a la diferencia entre los pasivos susceptibles de ser redimidos y los activos líquidos, diferencia que, como porcentaje de los activos ilíquidos, entre más negativo, menor es el riesgo de liquidez que enfrenta la entidad.

metodología muestran que, en caso de presentarse la coyuntura del segundo trimestre de 2006, el riesgo de liquidez medido como el porcentaje en el que debería ajustarse el valor en riesgo para el conjunto de las instituciones se multiplicaría por tres, es decir, en un escenario de turbulencia el porcentaje en el cual se debería incrementar el VeR tradicional con el objetivo de tener en cuenta el efecto de liquidez es de 38,0% en comparación con la situación actual (11,9%) (Cuadro 18).

En resumen, es importante mantener la atención sobre la evolución del riesgo de liquidez que enfrentan los establecimientos de crédito, lo cual se debe a que la exposición a este riesgo es muy sensible a cambios en las condiciones de los mercados de títulos de deuda pública. Por tanto, se espera que la nueva regulación que estudia actualmente la Superintendencia Financiera de Colombia lo tenga en cuenta.

3. Instituciones financieras no bancarias²³

Con el fin de ilustrar la importancia de estos inversionistas institucionales dentro de los mercados locales se puede ver la participación creciente de

Cuadro 18			
Riesgo de liquidez			
(porcentaje en el que debería ajustarse el valor en riesgo)			
Datos observados 6 de febrero de 2007		Escenario de volatilidad estresado	
Entidades	porcentaje	Entidades	porcentaje
1	16,76	1	24,93
2	4,24	2	34,14
3	28,14	3	83,14
4	15,17	4	46,48
5	13,51	5	28,12
6	31,30	6	21,61
7	16,37	7	36,09
8	11,67	8	28,82
9	9,65	9	42,95
10	8,65	10	37,99
11	11,21	11	27,49
12	25,38	12	38,94
13	9,68	13	49,20
14	17,27	14	57,37
15	40,53	15	31,93
16	12,01	16	35,26
17	6,10	17	30,08
Total	11,94	Total	38,03
Fuente: Banco de la República.			

²³ Para mayor información consultar el *Reporte de Estabilidad Financiera*, Banco de la República, de marzo de 2007.

estos agentes en el mercado de títulos de deuda pública (Cuadro 19). Durante 2006, las IFNB pasaron a ser los agentes más importantes en dicho mercado, desplazando al sector financiero bancario. En diciembre de 2006 el 27,5% de los TES en circulación se encontraba en manos de las IFNB, mientras que el sector financiero bancario contaba con el 21,7% (Cuadro 20).

Cuadro 19
Portafolio de inversión de instituciones financieras

	2003		2004		2005		2006	
	Billones de pesos	Porcentaje del PIB	Billones de pesos	Porcentaje del PIB	Billones de pesos	Porcentaje del PIB	Billones de pesos	Porcentaje del PIB (proy)
Establecimientos de crédito								
Inversiones	28,81	12,46	36,93	14,30	43,93	15,48	37,65	12,39
Cartera	57,45	24,85	66,06	25,57	77,09	27,16	101,91	33,54
Total establecimientos de crédito	86,26	37,31	102,99	39,87	121,02	42,64	139,56	45,92
Instituciones financieras no bancarias								
Pensiones obligatorias	20,34	8,84	26,45	10,33	36,58	12,86	43,17	14,21
Pensiones voluntarias	3,77	1,64	4,49	1,76	7,33	2,58	7,23	2,38
Cesantías	2,74	1,19	3,13	1,22	3,71	1,30	3,77	1,24
Seguros generales	2,47	1,07	2,84	1,11	3,62	1,27	3,35	1,10
Seguros de vida	3,55	1,54	4,38	1,71	5,82	2,04	6,19	2,04
FCO	3,98	1,73	4,52	1,77	5,33	1,87	3,79	1,25
FCE	1,83	0,80	1,93	0,75	3,12	1,10	1,54	0,51
Comisionistas de bolsa ^{a/}	1,77	0,77	2,78	1,09	4,18	1,47	2,94	0,97
Fondos mutuos de inversión	0,30	0,13	0,40	0,16	0,57	0,20	0,56	0,18
Total instituciones financieras no bancarias	40,75	17,71	3,19	19,89	70,27	24,69	72,54	23,87
Total	127,01	55,02	106,18	59,76	191,29	67,33	212,10	69,79

(proy) proyectado.

a/ Posición propia.

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

Cuadro 20
Distribución del saldo total de TES entre los diferentes agentes

	2004	2005	2006
Total de TES en circulación (billones de pesos)	58,19	77,91	84,82
Participaciones (porcentaje)			
Sector financiero bancario	29,04	28,08	21,69
Total instituciones financieras no bancarias (IFNB)	24,22	24,72	27,48
AFP	15,47	16,51	19,05
Compañías de seguro, reaseguro y capitalización	2,61	2,66	3,43
Otras IFNB	6,14	5,54	5,00
Sector real	17,19	19,38	24,70
Sector público	22,15	20,59	20,83
Banco de la República	2,88	3,89	3,05
Depósitos de valores	4,52	3,33	2,24

Fuente: Banco de la República.

Para el mismo año, IFNB²⁴ disminuyeron la tasa de crecimiento anual de su portafolio de inversión a causa de los resultados desfavorables que se presentaron al finalizar el segundo trimestre del año. El choque negativo de los precios de los papeles castigó los portafolios de estos inversionistas, debido a sus altos niveles de exposición a esos activos, en especial a TES y acciones. La recuperación posterior durante el segundo semestre del año no se ha presentado de manera homogénea dentro del grupo de las IFNB.

La importancia de todas estas instituciones para la estabilidad financiera radica en el manejo de los recursos de ahorro de los hogares (principalmente los fondos de pensiones) y en su relación con el sistema financiero en general, ya sea como contraparte o como punto de referencia en los mercados locales. Esto genera que las IFNB cumplan un papel clave en la transmisión de riesgos entre los agentes, más aún si se tiene en cuenta que muchas de las IFNB están vinculadas con un grupo financiero. En el caso de presentarse una crisis, ya sea particular o sistémica, el grado de transmisión depende en gran parte de las interrelaciones de los agentes con este sector y del manejo de su portafolio dentro de los diferentes mercados.

En el Cuadro 20 se muestra el valor del portafolio de las IFNB en los últimos años y su tamaño relativo: como se puede ver, el valor del portafolio de estos inversionistas es cada vez mayor, aun cuando hubo una caída en el valor de portafolio en gran parte de las entidades.

Teniendo en cuenta el crecimiento de los fondos de pensiones y su importancia creciente en un mercado como el de deuda pública, es posible estimar la demanda potencial de títulos que pueden tener estos agentes. Suponiendo un crecimiento parecido al presentado en los últimos meses por parte de estos inversionistas institucionales, el valor de los fondos superaría los \$61,5 billones (b) al finalizar el año 2007. En el caso de mantener una posición en títulos de deuda pública cercana al 50% del valor de los fondos, un crecimiento normal de aquellos llevaría a tener una demanda por títulos de deuda pública por un monto aproximado de \$3,7 b. Dado que el Gobierno piensa emitir TES en 2007 por un monto similar a los \$9,0 b, se puede esperar que aproximadamente el 40% de esta emisión pueda ser absorbida exclusivamente por los fondos de pensiones.

C. Intervención cambiaria y política monetaria

1. Evolución de la tasa de cambio nominal y real

Desde el segundo semestre de 2006 el peso colombiano retomó la tendencia a la apreciación frente al dólar, registrando desde mediados de 2003 y

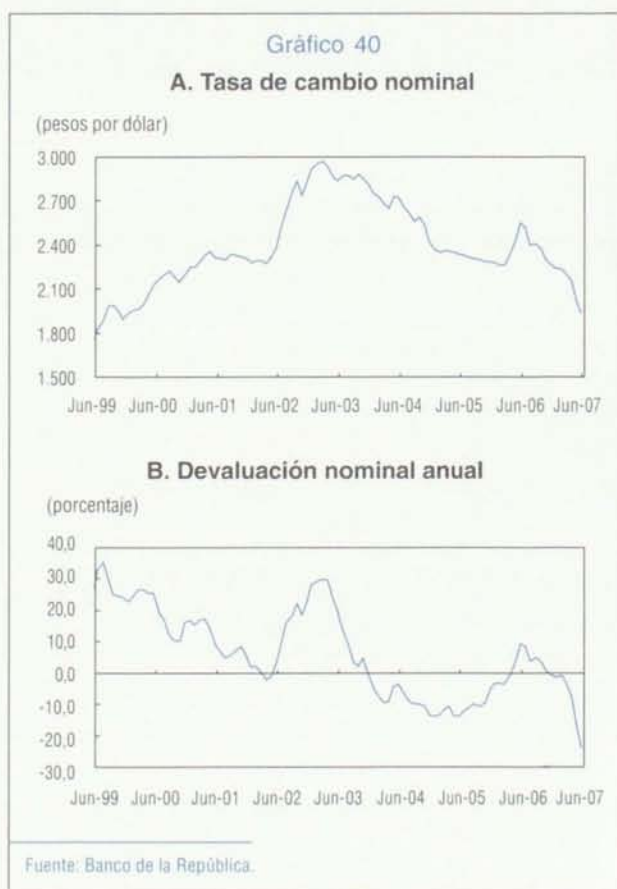
²⁴ Entre las IFNB analizadas en el *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2007 se encuentran los administradores de fondos de pensiones (AFP), las compañías de seguros, las fiduciarias, las sociedades comisionistas de bolsa, los fondos mutuos de inversión.

que se vio temporalmente interrumpida en el primer semestre de 2006, en respuesta a expectativas de incrementos en las tasas de interés internacionales. Dicha tendencia revaluacionista ha continuado en 2007, y a junio se había registrado un descenso en la cotización peso-dólar de \$337,6 (14,93%) frente a diciembre de 2006 (Gráfico 40). Comparado con el mismo mes del año anterior, la apreciación nominal del peso frente al dólar fue de 24,3%.

Cuando se desea evaluar cambios de competitividad es importante considerar cómo evolucionan las medidas de tasa de cambio multilateral. Por ejemplo, los Estados Unidos y Ecuador representan el 47,5% del comercio global colombiano. El resto está representado por Europa, Venezuela, otros países andinos y Japón, principalmente. Entre 2003 y junio de 2007 las monedas de buena parte de estos países también se han apreciado en términos nominales frente al dólar (Cuadro 21), y algunas en una proporción mayor que el peso colombiano (i. e., el euro, el real y la libra esterlina).

Más relevante aún, para evaluar cambios en competitividad cambiaria del país es necesario considerar las diferencias en los costos relativos de Colombia frente a los de nuestros principales socios comerciales. La tasa de cambio real, que muestra cómo evolucionan los precios de nuestros principales socios comerciales en relación con los precios en Colombia, ofrece una medida de estos costos relativos: en términos reales y multilaterales, el peso se ha revaluado 10,01% en lo corrido del año a junio (medido con el IPP) y, 18,5% si se compara con igual mes de 2006 (Gráfico 41).

Un ejercicio interesante es descomponer esa medida de tasa de cambio real multilateral y evaluar qué le ha pasado al peso colombiano en términos reales frente a las monedas de cada uno de sus principales socios comerciales, lo cual puede ser utilizado, en parte, para explicar el comportamiento de las exportaciones totales y no tradicionales en el período reciente. Como



Cuadro 21
Tasa de cambio nominal: moneda extranjera frente al dólar^{a/}

	Ponderación en las exportaciones no tradicionales de Colombia	Variaciones porcentuales anuales promedio		
		2000-2002	2003-2007 junio	2007 a junio
Colombia		12,9	(1,6)	(9,2)
Venezuela	12,7	26,1	17,2	0,0
Ecuador	9,2	43,6	0,0	0,0
México	5,5	0,4	3,0	0,7
Brasil	4,3	17,8	(5,5)	(6,5)
Zona del euro	3,6	4,5	(6,6)	(7,5)
Perú	3,5	1,5	(2,0)	(4,1)
Japón	2,7	3,7	(0,9)	3,9
Chile	2,2	10,8	(5,2)	1,3
Canadá	1,4	1,9	(6,9)	(0,4)
Inglaterra	1,3	2,5	(5,3)	(9,2)
Argentina	0,9	70,2	2,8	0,8

a/ Ponderado por IPP.

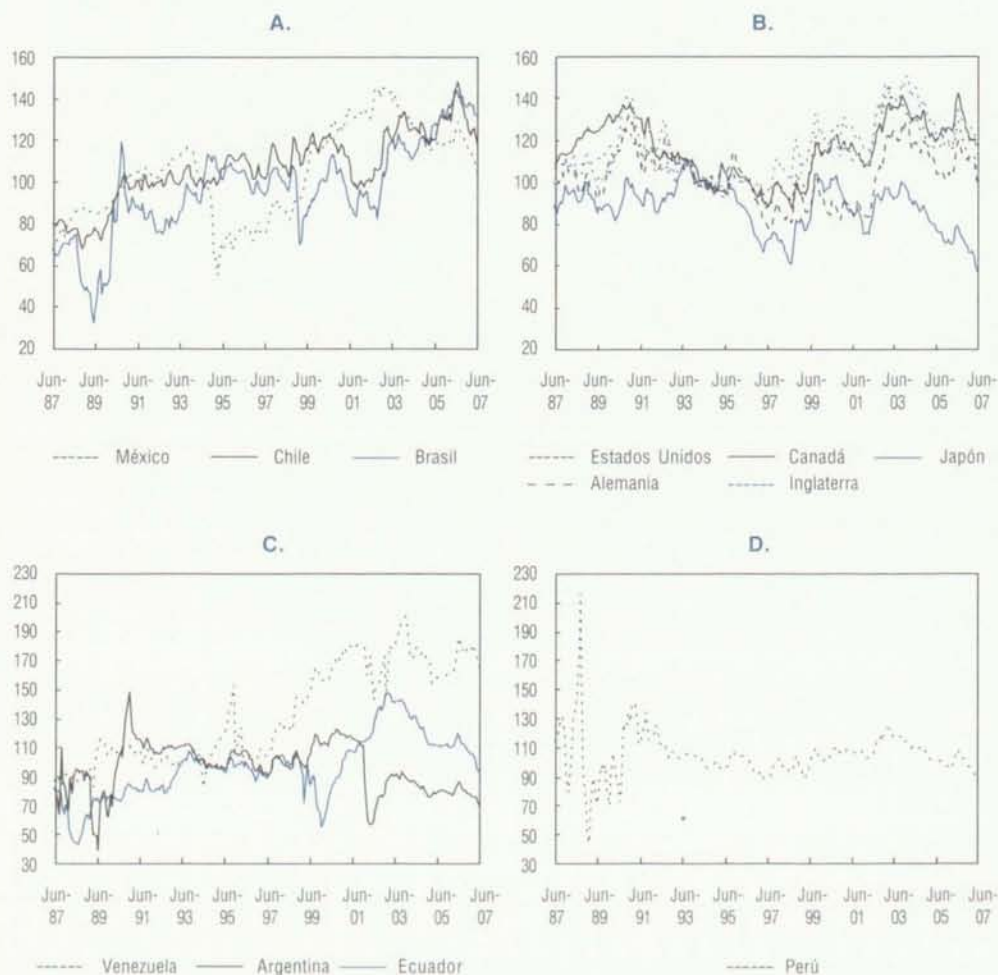
Fuente: bancos centrales, Banco de la República.



se aprecia en el Gráfico 42, en el período comprendido entre enero de 2003 y junio de 2007 el peso colombiano se apreció 0,5% en términos reales frente al dólar, y se depreció frente a algunas monedas de la región, como el bolívar (2,8%), el real (10,4%) y el peso chileno (6,0%) (Cuadro 22). Esto explica parcialmente el notorio crecimiento de nuestras exportaciones a esas economías. Adicionalmente, el peso también se ha devaluado en términos reales frente al euro (4,3%) y la li-

bra esterlina (1,3%). No obstante, se debe mencionar que a partir de junio de 2007 las presiones a la apreciación han sido más fuertes en Colombia que en los demás países, lo cual se ha visto reflejado en el indicador de tasa de cambio real bilateral, que empieza a registrar un fortalecimiento del peso colombiano frente a las demás monedas, aunque continúe devaluado frente al bolívar. En el Recuadro 1 se presenta un análisis de cuál ha sido el

Gráfico 42
Índice de tasa de cambio real del peso colombiano frente a otras monedas



Fuente: Banco de la República.

contexto macroeconómico desde el cual se han apreciado las monedas de algunas economías de la región.

2. ¿Cómo entender la apreciación de la moneda?

Para empezar, se debe tener en cuenta que cuando se utiliza la evolución de la cotización peso-dólar para comparar la competitividad del país con respecto a sus socios comerciales, la tasa de cambio nominal (TCN) es un indicador limitado porque no toma en cuenta los diferenciales de inflación entre las economías. Como la TCN es un precio relativo, pero también el precio de un activo, a corto plazo puede verse influida por diferentes factores, como las

Cuadro 22

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

	Ponderación en las exportaciones no tradicionales de Colombia	Variaciones porcentuales anuales promedio		
		2000-2002	2003-2007 junio	2007 a junio
Estados Unidos	41,0	5,0	(1,4)	(8,6)
Venezuela	12,7	2,4	2,8	3,8
Ecuador	9,1	17,9	(2,9)	(10,0)
México	5,5	9,1	(3,3)	(7,8)
Brasil	4,3	3,5	10,4	(1,4)
Alemania	3,6	1,6	4,3	(2,3)
Perú	3,5	3,3	(2,1)	(7,3)
Japón	2,7	(0,7)	(4,0)	(13,3)
Chile	2,2	(3,3)	6,0	(9,6)
Canadá	1,4	3,6	2,1	(8,6)
Inglaterra	1,3	1,7	1,3	(0,1)
Argentina	0,9	(10,4)	4,0	(7,6)

a/ Ponderado por IPP.

Fuente: bancos centrales, Banco de la República.



expectativas del mercado y por la información de que disponen los agentes sobre variables económicas, que pueden afectar de manera permanente o transitoria el ingreso nacional. Desde luego, éste incide en la competitividad bilateral (con los Estados Unidos), ya que afecta la conversión a moneda extranjera de los costos internos de producción. Sin embargo, a largo plazo, en la medida en que se comercia en mercados distintos al de los Estados Unidos o la paridad del dólar frente a otras monedas cambia, y se tiene

en cuenta que existe un diferencial de inflación en las economías, el concepto de TCN pierde su relación causal con la competitividad del país. Por esta razón, se utilizan los índices de tasa de cambio real (TCR) como medida para analizar la competitividad de los sectores frente al resto del mundo.

Como se muestra en el Gráfico 43, a lo largo del tiempo el comportamiento de las tasas de cambio nominal y real difiere en la medida en que los precios tanto en Colombia como en el resto del mundo cambian, afectando la competitividad; de ahí la importancia de utilizar la tasa de cambio real como indicador de competitividad.

La TCR mide la evolución de los precios (o costos) de una determinada canasta de bienes y servicios producida en el país con respecto a otro país, cuando ambos se expresan en una moneda común. En la medida en que la TCR considera cambios en los precios relativos, éstos tienden a asociarse con cambios en la posición competitiva de un país. En particular, apreciaciones reales de la moneda local (todo lo demás constante) hacen que los bienes producidos en el país sean comparativamente más caros, situación que se asocia con una pérdida de competitividad. Sin embargo, la teoría económica advierte que esta causalidad no es tan mecánica. Algunos factores que inciden en la competitividad, como los cambios en la productividad relativa entre países, tienen efectos en el índice de tasa de cambio real (ITCR); por ejemplo, si un país es más competitivo porque su sector transable es más eficiente (v. gr., porque ha logrado avances tecnológicos) esos aumentos en productividad pueden reflejarse en caídas en el ITCR, como se explica más adelante. De esta forma, al tiempo que la competitividad puede aumentar, la TCR puede disminuir. Así, en este contexto es la mayor competitividad relativa la que causa la apreciación cambiaria.

Del anterior análisis se deriva la necesidad de identificar cuáles son los elementos que están detrás de la apreciación cambiaria, antes de sacar conclusiones con respecto a su impacto sobre la actividad económica y la competitividad de los sectores. Para ello se deben diferenciar los factores que a corto plazo afectan la dinámica de la tasa de cambio nominal de aquellos que dependen de los fundamentos de la economía, y que a largo plazo determinan la dinámica de la tasa de cambio real y de esta forma la competitividad. Como se muestra en el Gráfico 44, a largo plazo la TCR en Colombia ha sufrido cambios importantes de nivel y de



hecho: el nivel observado en la presente década es superior al promedio histórico.

El análisis que se presenta a continuación mostrará que la tendencia hacia la apreciación del peso colombiano observada desde 2004, tanto nominal como real, puede ser explicada por factores estructurales de largo plazo y solo recientemente por factores de corto plazo.

a. Factores de corto plazo

Como ya se mencionó, en la medida que en la tasa de cambio nominal es la expresión del precio de la moneda de un país en términos de otra, puede ser entendida como el precio de un activo. Y como con cualquier activo, su precio se determina en el mercado por factores de oferta y de demanda. Las decisiones de tenencia de este activo por parte de los agentes de la economía dependen en gran medida de cuál es el retorno que ellos esperan obtener por esa inversión. En otras palabras, la tasa de cambio peso-dólar hoy, depende mucho de las expectativas de los agentes sobre el nivel futuro de la tasa de cambio.

En términos simples, el nivel de la tasa de cambio en el mercado local se ve afectada por el diferencial de rentabilidad entre tener un activo en pesos o en dólares²⁵. Dicho diferencial estará determinado, entonces, por las tasas de interés internas y externas, por el riesgo-país y por las expectativas de tasa de cambio futura. Si la tasa de interés para las inversiones en pesos supera la tasa de interés de los Estados Unidos, más la tasa esperada de apreciación (depreciación)²⁶, los inversionistas (nacionales y/o extranjeros) preferirán tener inversiones en pesos, lo cual generará presiones a la apreciación de la moneda; por tanto, las decisiones de recomposición del portafolio de activos y pasivos externos de los agentes, por diferenciales de rentabilidad y percepción de riesgo, entre otras razones, pueden tener impacto sobre la tasa de cambio nominal en la medida en que afectan la oferta de divisas en la economía: por ejemplo, hacia abril de 2006 se generaron expectativas sobre posibles alzas no esperadas en las tasas de interés de los bonos del Tesoro estadounidense. Esto generó una salida de capitales de los países emergentes en busca de la mayor rentabilidad ofrecida por dichos títulos. El efecto de esta incertidumbre fue una devaluación temporal de las monedas hasta cuando se colmaron las expectativas de los mercados sobre posibles alzas futuras en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed). A partir de entonces, todas las monedas retomaron su senda hacia la apreciación.

²⁵ Desde el supuesto de que los agentes no se cubren del riesgo cambiario.

²⁶ $R_t = R_t^* + [(E^e - E_t)/E_t]$, en donde: R es la tasa de interés por tener activos en pesos; R_t^* es la tasa de interés por tenencia de activos en dólares u otra divisa; E^e es la tasa de cambio esperada en $(t + 1)$ y E la tasa de cambio en t .

En líneas generales, desde 2003 las primas de riesgo de la deuda de los países emergentes han mantenido una tendencia decreciente, lo cual ha atraído la atención de los inversionistas extranjeros hacia estas economías, y hacia Colombia en particular (Gráfico 45). Al mismo tiempo, las tasas de interés externas, tanto de largo como de corto plazos se han mantenido en niveles relativamente bajos (Gráfico 46), lo cual, al menos hasta mediados de 2006, permitió sostener una tendencia decreciente de las tasas de interés reales en Colombia (Gráfico 47). En Colombia no hay evidencia de que hasta abril de 2007 el diferencial de rentabilidades fuera la razón por la cual en los últimos dos años se generaran presiones a la apreciación del tipo de cambio nominal. En otras palabras, en estos años no hubo un aumento en la oferta de divisas originada en inversión de portafolio, que es el tipo de inversión que entra a los países en busca de rentabilidad de corto plazo y que permita concluir que esta es la causa de la apreciación. Como se verá en detalle en la siguiente sección, entre 2003 y marzo de 2007 la mayor oferta de divisas en la economía se originó más bien en factores estructurales, que tienen que ver con la estabilidad

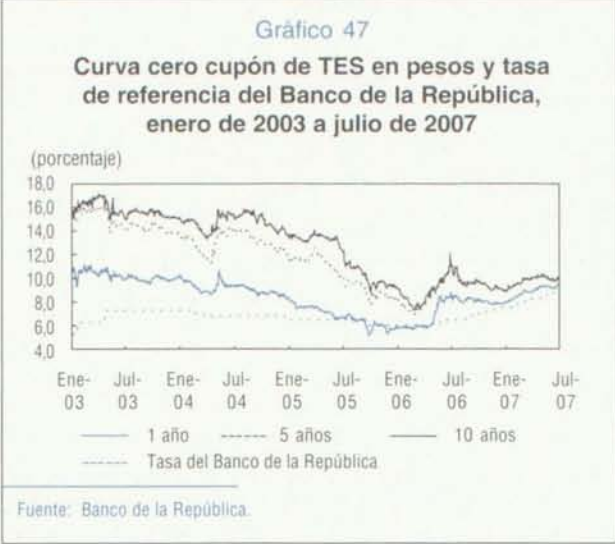
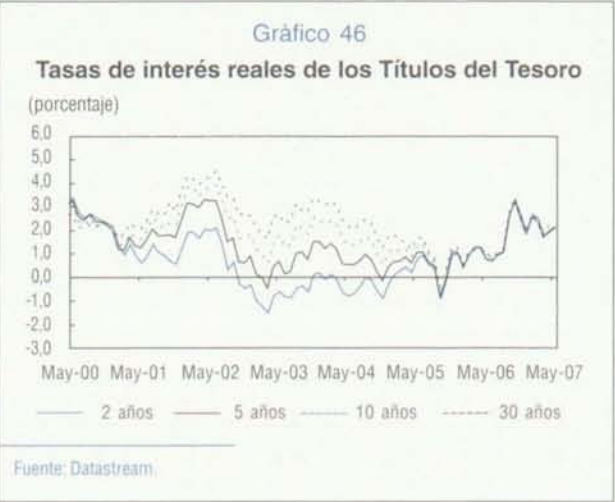


Gráfico 48
Flujos de capitales al sector privado
con IED neta



Fuente: Banco de la República.

macroeconómica y, entre otros, estuvo asociada con capitales de largo plazo, como la inversión extranjera directa y las remesas del exterior (Gráfico 48).

No sobra mencionar que desde abril de 2006 las evidentes presiones inflacionarias en Colombia conllevaron un proceso de ajuste gradual de tasas de interés de política por parte del banco central. Si bien en términos reales dichas tasas continúan siendo bajas, la tasa nominal, sumada a las expectativas de apreciación de los agentes,

era lo suficientemente atractiva para los inversionistas, quienes en especial a partir de abril de 2007, encontraron vehículos financieros para aumentar su rentabilidad en pesos (*carry trade*)²⁷. Como se explica en detalle más adelante, en mayo de 2007 el Banco de la República tomó medidas para reducir los incentivos que esto generaba al endeudamiento en moneda extranjera de los colombianos y, poco después, el Gobierno nacional adoptó decisiones equivalentes sobre la inversión de portafolio de los extranjeros en Colombia. Adicionalmente, el Banco restringió la exposición a operaciones *forwards* de los intermediarios financieros.

b. Factores de largo plazo

Para entender cuáles son los factores fundamentales que determinan el comportamiento de la tasa de cambio real (TCR), vale la pena remitirse a su definición: que la TCR es un indicador de precios relativos que compara los precios de una canasta de bienes en una economía con los precios de los bienes en el exterior expresados en una misma moneda. Específicamente, $TCR = E \times P^* / P$, en donde E es la tasa de cambio nominal; P^* el nivel de precios externos, y P es el nivel de precios internos. Si en ambas economías se producen bienes no transables (como servicios), y transables (los que se

²⁷ Si el inversionista extranjero puede tomar prestado recursos en un país como Chile, cuya tasa de interés se encuentra en niveles cercanos al 5,0%, e invertirla en el mercado colombiano, donde las tasas de interés se encuentran en niveles superiores al 8,0% y con expectativas de revaluación, el inversionista obtiene con alta probabilidad un retorno positivo a su inversión, sin incurrir en un riesgo proporcional. Esta operación es la que se conoce en la literatura financiera como *carry trade*.

negocian internacionalmente) entonces la TCR dependerá de cómo se comportan los precios relativos de los no transables (en comparación con los transables) en cada economía. Asimismo, la TCR depende de la relación de precios de bienes transables en el exterior, en comparación con los producidos en el país²⁸.

La relación con las variables mencionadas es la siguiente: $TCR \equiv \left(\frac{q^{*\beta}}{q^\alpha} \right) \varepsilon$

La TCR depende directamente del precio relativo de los no transables a los transables en el exterior (q^*); inversamente del precio relativo de los no transables a los transables en el país (q), y, directamente del precio relativo de los bienes transables externos a los transables internos (ε).

Así las cosas, la manera más indicada de explicar el comportamiento de la TCR es a partir de aquellos factores que inciden en estos precios relativos. A continuación se mostrará que la tendencia hacia la apreciación real del peso colombiano observada desde 2004 puede ser explicada por la evolución de varios de sus determinantes fundamentales, de acuerdo con el marco teórico de la TCR.

Como se acaba de mostrar, la tasa de cambio real es un precio relativo y, como tal, su evolución está afectada por factores de oferta y de demanda agregadas de la economía. En particular, los determinantes fundamentales de la TCR son aquellos que afectan la oferta y la demanda de los bienes transables y de los no transables.

i. Precios relativos de los bienes no transables

Como en cualquier otro mercado, estos precios se determinan por las condiciones de oferta y de demanda por este tipo de bienes en ambos países.

• Factores de oferta

A largo plazo, el principal factor que determina la oferta relativa de bienes no transables (frente a los transables) es la productividad. Dada una demanda relativa, si la productividad de los sectores transables en un país crece más rápido que la de los no transables, el precio relativo de los bienes no

²⁸ La formulación de la tasa de cambio real en términos de bienes transables y no transables es la siguiente:

$$TCR = \frac{P_N^\beta P_T^{1-\beta} E}{P_N^\alpha P_T^{1-\alpha}} = \frac{\left(\frac{P_N^*}{P_T^*} \right)^\beta \left(\frac{P_T^* E}{P_T} \right)}{\left(\frac{P_N}{P_T} \right)^\alpha} \equiv \left(\frac{q^{*\beta}}{q^\alpha} \right) \varepsilon$$

transables se elevará (ya que la oferta no transable crecerá más lentamente que la transable)²⁹. Puesto que la TCR refleja los precios relativos de los no transables en *ambos* países, el efecto de estos cambios en la TCR depende de si el diferencial en el crecimiento de las productividades transable y no transable es mayor en el país o en el extranjero. Si este diferencial es mayor en el exterior frente al del país, habrá una tendencia hacia la depreciación real de la moneda local. Esto ocurre porque los precios relativos de los no transables en el exterior (q^*) aumentarían más rápido en comparación con los precios en el país (q)³⁰.

Recordemos la definición original de $TCR = \left(\frac{q^{*\beta}}{q^\alpha} \right) \mathcal{E}$. En la medida en que

los sectores transables están normalmente sujetos a crecimientos mayores de la productividad frente a los no transables (v. gr. manufacturas *vs.* servicios), este efecto se ha utilizado para explicar por qué países con alto ingreso per cápita suelen tener monedas más apreciadas que las de países más pobres. A manera de ilustración, el Gráfico 49 muestra la tendencia creciente (hacia la depreciación) de la TCR bilateral de Colombia y de los Estados Unidos desde 1954.



Por varias décadas la productividad por hora trabajada de los sectores industriales colombianos ha crecido menos que la de los sectores industriales estadounidenses, lo cual explica esa tendencia a la depreciación real (Gráfico 50). Nótese, sin embargo, que en los últimos años se ha registrado una aceleración en el crecimiento relativo de la productividad transable colombiana, lo cual podría explicar, al menos en parte, la actual tendencia hacia la apreciación. Desde luego, esta

²⁹ En la medida en que los sectores de los bienes transables de la economía tienen ganancias en productividad, éstas pueden derivar en un alza de los salarios reales (bajo el supuesto de que los salarios se ajustan de acuerdo con las ganancias en productividad), afectando paralelamente en los salarios de los sectores no transables. El alza generalizada en salarios no se transfiere al precio de los bienes transables (P) ya que estos vienen dados internacionalmente, pero este no es el caso para los precios de los bienes no transables (PM) que se incrementarán.

³⁰ Este efecto se conoce en la teoría económica como el efecto Balassa-Samuelson.

conclusión debe tomarse con cautela, puesto que hay que considerar el comportamiento de la productividad de otros sectores transables (v. gr. agricultura) y la de los sectores no transables (v. gr. servicios, construcción, entre otros).

• Factores de demanda

Cambios en la demanda de bienes no transables afectan su precio relativo y, por ende, la TCR³¹. ¿Qué factores hacen que aumente la demanda relativa por este tipo de bienes? Esta demanda depende básicamente del ingreso nacional, de la tasa de interés real y de choques exógenos (v. gr. gasto público):

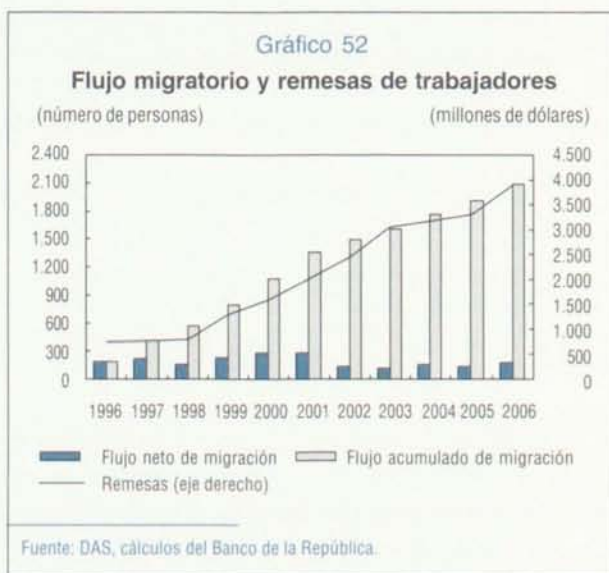
- El ingreso de la economía puede aumentar, por ejemplo, por el descubrimiento de un recurso natural (exportable), por el aumento permanente en los ingresos por remesas de trabajadores en el exterior, por un choque a los términos de intercambio, o una disminución en los pagos netos de factores al exterior. Todos ellos inducirían una apreciación real del peso, en la medida en que se reflejen en un mayor gasto. Dicho de otra manera, las tendencias a la apreciación se mitigarían si el incremento en el ingreso es, al menos parcialmente, ahorrado.

El mayor gasto de los agentes de la economía se traduce en incrementos de la demanda de ambos tipos de bienes (transables y no transables). Sin embargo, la demanda de bienes transables puede ser abastecida desde el exterior —y de todas formas los precios son fijados desde el exterior—; mientras que la demanda de no transables solo puede suplirse internamente. Por esta razón, se incrementa el precio relativo de los no transables y se ejerce presión al alza sobre los salarios reales (en términos de transables).

En los últimos años se ha producido una mejora importante de los términos de intercambio de Colombia (Gráfico 51, Cuadro 23) y un aumento de los ingresos *netos* de factores, sin petróleo (entradas netas de



³¹ Bajo el supuesto de retornos decrecientes de escala en la producción de ambos bienes, o al menos de los no transables.



intereses, utilidades y transferencias), por un monto de US\$445 millones (m), en promedio anual entre 2000 y 2003, a US\$914 m en promedio anual entre 2004 y lo esperado para 2007. De modo que parte de la apreciación en los últimos dos años se explica por estos factores. Sobre este particular se destaca el cambio de nivel en los montos que ingresan a la economía por concepto de remesas de trabajadores y que han contribuido a incrementar el ingreso disponible de los colombianos. Como se aprecia en el Gráfico 52, estos pasaron de un promedio de US\$2.300 m entre 2000 y 2003 a US\$3.700 m en promedio entre 2004 y para 2006.

- La entrada de recursos de inversión extranjera directa (IED) puede inducir a

Cuadro 23 Precios internacionales (porcentaje)						
	Promedio					Proyección actual ^{a/}
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Café (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	0,7	0,7	0,8	1,2	1,2	1,2
Petróleo (dólares por barril)	24,2	29,0	37,3	49,8	58,3	54,1
Carbón (dólares por tonelada)	30,8	28,2	36,1	47,8	48,0	51,5
Ferróniquel (dólares por libra)	1,1	1,4	2,3	2,4	3,6	6,6
Oro (dólares por onza <i>troy</i>)	310,2	362,5	409,3	445,0	604,6	655,3

a/ Balanza de pagos estimada en julio de 2007.
Fuente: Banco de la República.

una apreciación real, ya que genera demanda de bienes y servicios no transables y con ello un aumento en su precio relativo. Lo mismo sucede cuando se produce un mayor nivel de gasto, tanto público como privado. De hecho, la política fiscal puede ser utilizada como un instrumento de política cuando se quiere inducir una depreciación de la moneda.

Cuando hay un aumento del gasto público se tiende a generar una apreciación real —incluso si se financia con impuestos adicionales— en la medida en que la composición del gasto público se encuentre más sesgada hacia los bienes no transables en relación con la del gasto privado, induciendo un aumento neto de la demanda de estos bienes. Esto incrementará

su precio relativo y producirá una apreciación real (q sube y, $TCR = \left(\frac{q^{*\beta}}{q^\alpha} \right) \varepsilon$

baja). Si el aumento del gasto público real se financia externamente³², la mayor demanda pública de bienes transables ampliará el déficit comercial y la mayor demanda pública de bienes no transables aumentará el precio relativo de estos bienes elevando la oferta no transable, la demanda de trabajo de las firmas del sector y, como resultado, el salario de equilibrio. El aumento del salario restringe la oferta transable e incrementa el déficit externo. El efecto final será, por tanto, una apreciación real (q sube y

$TCR = \left(\frac{q^{*\beta}}{q^\alpha} \right) \varepsilon$ baja) y una ampliación del déficit comercial.

En Colombia parte de la apreciación desde 2003 también refleja estos fenómenos. En efecto, las condiciones de la economía colombiana, dadas por su dinámico comportamiento, las mejoras en seguridad y la confianza en las perspectivas de mediano plazo del país, han atraído importantes recursos de IED tanto a la actividad petrolera como al resto de sectores de la economía. Así, el ingreso neto de capitales de IED pasó de US\$1.924 m en promedio entre 2000 y 2004 a US\$5.400 m en promedio entre 2005 y 2006. Para 2007 esta tendencia se ha mantenido y se proyecta que su valor sería superior a los US\$6.500 m.

De otro lado, si bien en años recientes se ha observado un descenso en la tasa de crecimiento real del consumo de las administraciones públicas, el consumo del sector privado se ha acelerado y está aumentando a tasas superiores al 7% real. De esta forma, el efecto del menor gasto del sector público sobre la TCR ha sido compensado hasta cierto punto por la mayor presión hacia la apreciación cambiaria que viene ejerciendo el incremento del gasto del sector privado (Gráfico 53).

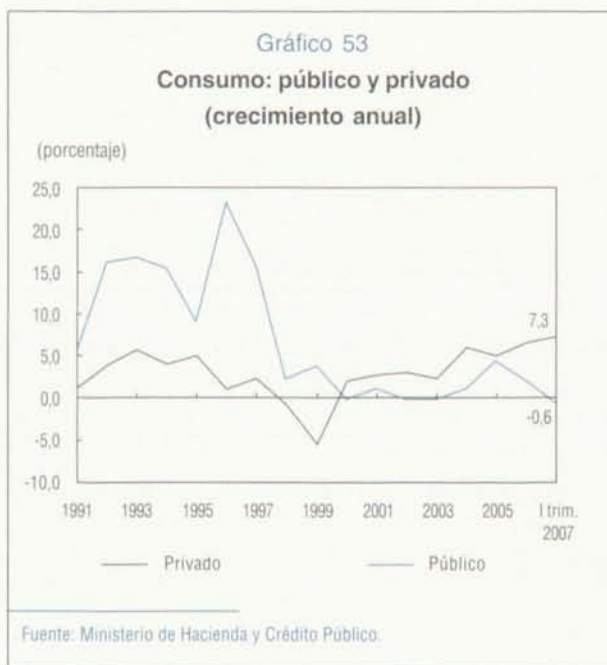
³² Y si no hay un aumento del ahorro privado que compense el incremento del déficit público en su totalidad.

ii. Precios relativos de los bienes transables

Recuérdese que $TCR = \left(\frac{q^*}{q} \right)^\beta \varepsilon$. Hasta ahora se han examinado los determi-

nantes de q^* y q . Resta analizar el comportamiento de ε , es decir, del precio relativo de los bienes transables externos e internos³³. Si estos fuesen sustitutos perfectos o muy cercanos, dicho precio relativo sería igual a uno o constante (la hipótesis de paridad de poder adquisitivo absoluta o relativa), moviéndose únicamente con cambios en la política comercial o en los costos de transporte.

Si los bienes transables internos y externos no son sustitutos muy cercanos, entonces cambios en las preferencias, la demanda externa, la demanda interna, los términos de intercambio y los pagos netos de factores afectarán el precio relativo ε . De igual forma, otros factores macroeconómicos que modifiquen el balance de ahorro e inversión de la economía (productividad de la economía, tasas de interés externas o cambios autónomos en la demanda agregada interna) incidirán en dicho precio³⁴.



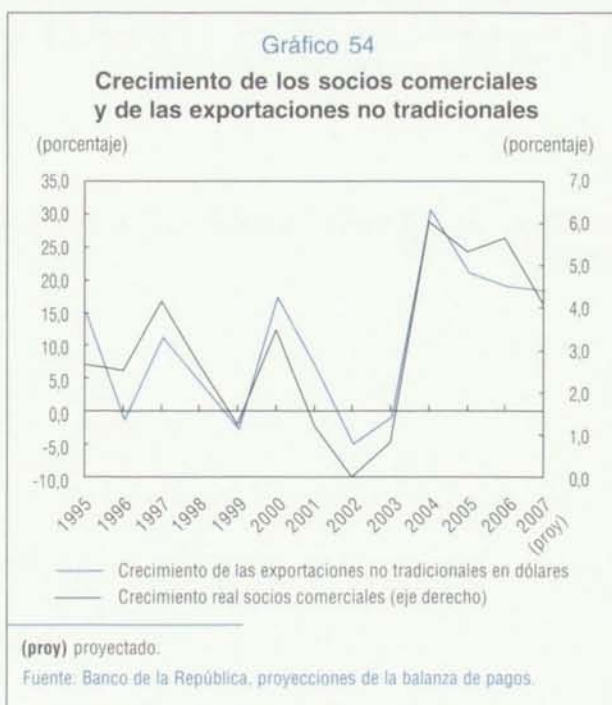
Por ejemplo, si el balance en cuenta corriente está dado y determinado por los flujos de capital necesarios para financiar la diferencia entre el ahorro y la inversión, un aumento en la demanda externa de productos colombianos tiende a apreciar la TCR (P_T sube y ε baja) y a inducir, por esta vía, un repunte de las importaciones y una desaceleración de las exportaciones.

- El crecimiento de los principales socios comerciales en los últimos años muestra una aceleración que

³³ Recuérdese que en la ecuación original $\varepsilon \equiv \frac{P_T^* E}{P_T}$, en donde P_T^* corresponde al precio de los bienes transables en el exterior y P_T es el precio de transables en el mercado interno, E es la tasa de cambio nominal.

³⁴ Estos efectos se pueden entender más fácilmente considerando un modelo simple de la balanza de pagos del país: $XN (\varepsilon, D_x, D_f) + Z = S - I$. Donde XN son las exportaciones netas reales, D_x es la demanda externa de productos nacionales, D_f es la demanda agregada interna y Z son ingresos netos externos relacionados con pagos netos de factores o movimientos de los términos de intercambio. El precio relativo de equilibrio es aquel que iguala la cuenta corriente al balance ahorro-inversión.

explica el dinamismo de las exportaciones no tradicionales, especialmente a Venezuela (Gráfico 54). Al mismo tiempo las importaciones de doce meses crecían en 30,6% en dólares y 28,5% real a marzo de 2007; parte de este comportamiento refleja el crecimiento de la economía colombiana. Para 2007 no se prevé un cambio importante en la diferencia entre las tasas de aumento de los principales socios comerciales (4,1% según información de WEO-FMI) y de la economía colombiana (6,6%), razón por la cual no se espera un cambio fuerte en la TCR por este motivo, frente a 2006.



- Por su parte, el menor costo del financiamiento externo (por bajas tasas de interés externas y bajas primas de riesgo) y el aumento de la inversión extranjera directa habrían permitido una subida en el gasto agregado y una reducción del balance ahorro-inversión de la economía. Si a esto se agrega el incremento del gasto derivado del mayor ingreso por términos de intercambio o por los menores pagos netos de factores, el efecto es una apreciación real^{35, 36}.

En conclusión, la tendencia hacia la apreciación real observada en Colombia desde 2004 puede explicarse por la evolución de varios de sus determinantes fundamentales, de acuerdo con un modelo tradicional de la TCR. En 2007 no se ha dado un cambio drástico en dichos factores, lo cual explica que no se haya producido una modificación importante en la tendencia del tipo de cambio:

- Los términos de intercambio se mantienen en niveles altos frente a 2006.

³⁵ Esto se dará siempre y cuando la mayor demanda de divisas que resulta del alza en las importaciones (por el aumento de la demanda interna) no compense el aumento de la oferta de divisas derivado de las entradas de capitales.

³⁶ Nótese que el saldo de la cuenta corriente, $S - I$, no necesariamente mostrará un mayor déficit si los ingresos netos del exterior adicionales (incluyendo el efecto de los mejores términos de intercambio) son lo suficientemente grandes.

- La demanda externa continúa dinámica (crecimiento de 4,1%, por parte de los socios comerciales).
- El PIB colombiano crecería en un rango entre 5,8% y 7,7%.
- Los ingresos netos de factores sin petróleo (incluyendo transferencias) aumentan en 30%.
- La IED se sitúa en niveles superiores a los de 2004 como porcentaje del PIB (4,1%). En el presente año el ingreso de recursos de IED se ha visto impulsado por el proceso de venta de varias empresas del Estado, como también por la reactivación de la actividad en la exploración petrolera y por la decisión de diferentes conglomerados internacionales de invertir en el país en diferentes actividades económicas, como comercio, industria, comunicaciones, entre otras.
- El superávit del resto de la cuenta de capitales sería de alrededor de US\$4.000 m, lo cual incluye un financiamiento del sector público consolidado por US\$3.300 m (US\$1.000 m si se excluye el pago de intereses).

3. Intervención cambiaria y decisiones de política

Del anterior análisis se desprende que a *largo plazo* la TCR está determinada por una serie de factores reales por fuera del control de la política monetaria, pero, entonces, ¿cómo debe reaccionar la política monetaria ante choques que alteren su tendencia de largo plazo? La respuesta depende de la clase de choque que se presente: por ejemplo, si se presenta una mejora en la productividad relativa de los sectores transables, la respuesta adecuada de la política monetaria es permitir una apreciación real de la moneda, pues el propio incremento en la productividad protege a la economía de una pérdida de competitividad. Alternativamente, si se presenta una mejora permanente en los términos de intercambio, o un descubrimiento de un recurso natural exportable, la apreciación tendría como contrapartida una mejora en la situación externa del país, por lo que no debería afectar negativamente a la economía en su conjunto. No obstante, si se desea proteger a los sectores ajenos a la bonanza la respuesta adecuada debería ser un incremento del ahorro (público y/o privado) de la economía, en lugar de acudir a la intervención cambiaria, el cual sería un instrumento más apropiado para moderar desviaciones transitorias.

¿Cómo puede, entonces, la autoridad económica posicionar la TCR en un nivel deseado? De acuerdo con lo planteado en la sección anterior, la política fiscal tiene incidencia en la TCR de largo plazo. Por una parte, el mayor gasto público en bienes no transables eleva su precio relativo y, por esta vía, reduce la TCR; por tanto, si la autoridad pretende una depreciación real, la recomposición del gasto público desde bienes y servicios no transables hacia bienes transables sería una política efectiva. El mayor gasto público también

disminuye el balance privado de ahorro-inversión, otro mecanismo mediante el cual influye en la cuenta corriente de la balanza de pagos y la TCR³⁷.

Una dificultad que enfrentan las autoridades económicas es la incertidumbre sobre la duración o permanencia de un choque externo. A corto plazo ciertos precios son rígidos y, por ende, la política monetaria puede incidir temporalmente en la TCR mediante su influencia en la tasa de cambio nominal. Estos dos factores justifican algunas veces la acción del banco central para modificar el comportamiento de la TCR. Por ejemplo, si se percibe que un choque externo que aprecia sustancialmente la moneda en términos reales es de carácter transitorio, el banco central puede tratar de suavizar los movimientos de la TCR. Con ello minimiza los efectos adversos de la apreciación sobre algunas firmas del sector transable cuya entrada en el mercado enfrenta costos hundidos o dificultades de financiamiento en donde sería ineficiente incurrir ante un choque temporal de la TCR.

Las acciones que el banco central puede tomar con este propósito son de dos tipos:

- Intervención esterilizada en el mercado cambiario: en este caso el banco central compra o vende divisas, pero, por medio de operaciones de mercado abierto u otros mecanismos que se describen más adelante compensa el efecto monetario de esa operación. De esa forma el banco central mantiene inalteradas sus tasas de interés, al nivel que considera compatible con el logro de la meta de inflación propuesta.
- Intervención no esterilizada en el mercado cambiario: en este caso no se compensa el efecto monetario de la intervención, por lo cual se pueden producir cambios en las tasas de interés.

En el siguiente apartado se analizan en detalle las acciones de política adoptadas por el Banco de la República en torno de la apreciación cambiaria de los últimos años, en el marco del esquema de inflación objetivo, y se presentan las consideraciones sobre su eficiencia y efectividad.

a. Modalidades de intervención

Desde 1999, cuando se permitió la flotación de la tasa de cambio, el Banco de la República ha combinado intervenciones en el mercado cambiario con

³⁷ Esta última condición se da cuando el riesgo de *default* del Gobierno es bajo, bien sea por un bajo nivel de deuda pública (en relación con el PIB o los ingresos tributarios), o porque la senda observada y esperada de déficit primario se juzga sostenible con alta probabilidad. En caso contrario, una corrección perdurable del déficit público puede reducir el riesgo de *default* y la prima de riesgo-país, induciendo entradas de capital que aprecien el tipo de cambio.

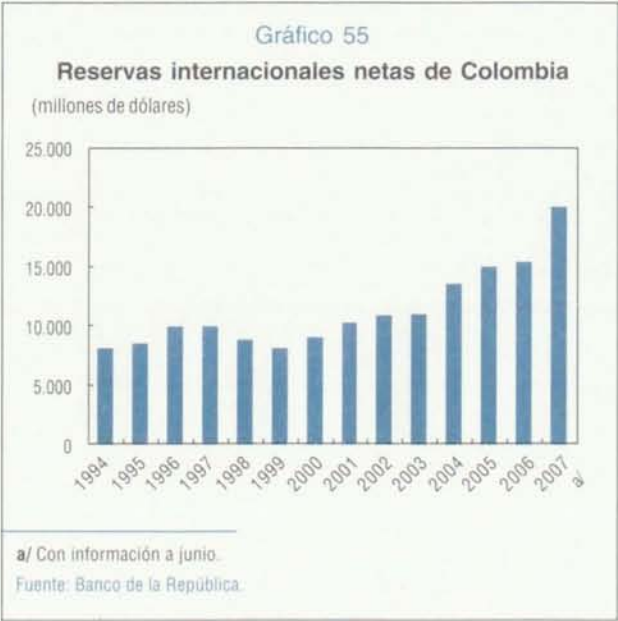
el esquema de inflación objetivo. La intervención cambiaria ha tenido como propósitos acumular reservas internacionales, reducir la volatilidad de la tasa de cambio y moderar presiones hacia excesivas apreciaciones o depreciaciones que puedan comprometer la competitividad de sectores productivos transables o el logro de las metas de inflación.

Existen varias modalidades de intervención en el mercado cambiario colombiano:

- i. *Intervención discrecional*, la cual no está sujeta a ninguna regla, pero sigue orientaciones dadas por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), tales como prevenir apreciaciones agudas, si ellas se juzgan de carácter transitorio como resultado de circunstancias puntuales, y
- ii. *Intervención mediante opciones*, las cuales están sujetas a reglas. Dichas reglas fueron diseñadas en 1999, y desde entonces sólo han sido modificadas marginalmente. Existen dos tipos de opciones:
 - *Opciones para acumular (put) o desacumular (call) reservas internacionales*. Estas opciones dan a su tenedor el derecho de vender (comprar) divisas al banco central. El monto de opciones por subastar lo determina la JDBR. Las opciones son válidas por espacio de un mes, y pueden ser ejercidas total o parcialmente durante ese período, siempre que se cumplan las condiciones para su ejercicio. Dichas condiciones se producen cuando la tasa representativa del mercado (TRM) se encuentre por debajo (opciones *put*) o por encima (opciones *call*) de su promedio móvil de los últimos veinte días hábiles. La tasa de cambio a la cual se ejecuta la opción es la TRM del día de su ejercicio. En caso de que las opciones se hayan ejercido completamente antes de su fecha de expiración, la JDBR puede anunciar nuevas subastas.
 - *Opciones put o call para control de la volatilidad de la tasa de cambio*. Estas opciones pueden ser subastadas por el banco central el mismo día cuando la tasa de cambio nominal se encuentre 2% o más por debajo (encima) del promedio móvil de la TRM de sus últimos veinte días hábiles. Esta condición rige también para el ejercicio de la opción. El monto de opciones que se subasta lo determina la JDBR (actualmente es de US\$180 m). Las opciones tienen validez de un mes. La tasa de cambio a la cual se ejecuta la opción es la TRM del día de su ejercicio. El Banco de la República puede convocar nuevas opciones de volatilidad, siempre que se presenten las condiciones señaladas, incluso si las opciones existentes no han expirado. El monto de las nuevas opciones se anuncia al mismo tiempo que se convoca la subasta.

b. Montos de intervención

Las condiciones fluctuantes del mercado cambiario durante los últimos años han requerido que el Banco de la República utilice las diversas modalidades de intervención explicadas arriba (Cuadro 24). Entre 1999 y 2002 la intervención cambiaria se hizo básicamente mediante opciones *put* para acumulación de reservas, ya que el Banco de la República se encontraba en el proceso de restablecer el nivel de reservas internacionales, que se había reducido durante la recesión económica de finales de los noventa (Gráfico 55). Hacia finales de 2002 y durante el primer semestre de 2003 se utilizaron opciones de desacumulación (*call*) y se activaron opciones de volatilidad (*call*), como resultado de presiones a la depreciación del peso a raíz de la incertidumbre en los mercados generada por la elección



Cuadro 24								
Operaciones de compraventa de divisas del Banco de la República								
(millones de dólares)								
Concepto	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Acumulado 2007 Ene.-Jun.
Compras	318,6	629,2	251,5	106,2	2.904,9	4.658,4	1.780,5	4.901,9
Opciones <i>put</i>	318,6	629,2	251,5	106,2	1.579,6	0,0	583,8	374,5
Para acumulación de reservas internacionales	318,6	629,2	251,5	106,2	1.399,7	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	0,0	0,0	0,0	0,0	179,9	0,0	583,8	374,5
Intervención discrecional	0,0	0,0	0,0	0,0	1.325,3	4.658,4	1.196,7	4.527,4
Ventas	0,0	0,0	414,0	344,5	500,0	3.250,0	1.944,3	176,5
Opciones <i>call</i>	0,0	0,0	414,0	344,5	0,0	0,0	944,3	176,5
Para desacumulación de reservas internacionales	0,0	0,0	0,0	344,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	0,0	0,0	414,0	0,0	0,0	0,0	944,3	176,5
Gobierno nacional	0,0	0,0	0,0	0,0	500,0	3.250,0	1.000,0	0,0
Compras netas	318,6	629,2	(162,5)	(238,3)	2.404,9	1.408,4	(163,8)	4.725,4

Fuente: Banco de la República.

de Luis Inácio Lula da Silva como presidente del Brasil y las restricciones de exportaciones a Venezuela, impuestas por ese país.

En septiembre de 2004, con el objeto de enfrentar la acelerada apreciación del peso, la JDBR anunció su decisión de intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario. Inicialmente el anuncio de intervención se hizo por una suma fija de US\$1.000 m, y por un período limitado, que correspondió al último trimestre de 2004. No obstante, hacia la tercera semana de diciembre de 2004 la autoridad monetaria anunció su intención de continuar interviniendo discrecionalmente por un período y un monto indefinidos. Fue así como en el año 2005 la intervención discrecional alcanzó un nivel de US\$4.700 m, como resultado del esfuerzo del Banco de la República por contener las fuertes presiones hacia la apreciación. En el año 2006 la intervención discrecional se hizo en menor escala (US\$1.197 millones), puesto que la incertidumbre asociada con las decisiones de la Fed con respecto a sus tasas de interés generó una reversión de flujos de capital, que produjo una depreciación temporal. A lo largo de 2006 se activaron en repetidas ocasiones opciones de control de volatilidad, tanto *put* como *call*.

Ante las fuertes presiones a la apreciación del peso que resurgieron durante el primer trimestre de 2007, el Banco de la República reactivó la intervención discrecional en el mercado cambiario: entre enero y abril compró US\$4.527 m a través de intervenciones discrecionales, suma similar a lo que se adquirió durante todo 2005 y que se aproxima al 3% del PIB. Adicionalmente, en mayo se activaron en dos ocasiones las opciones *put* para control de volatilidad, para una compra total de US\$374,5 m a junio.

c. Coherencia y efectividad de la intervención

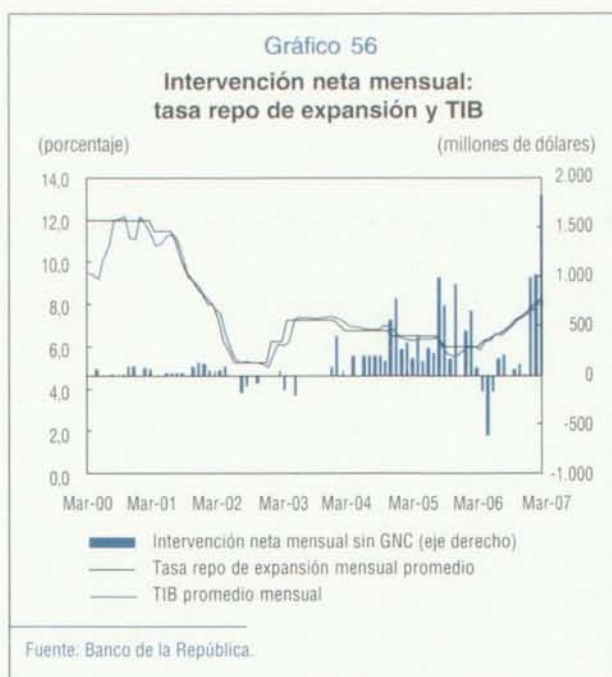
La efectividad de la intervención cambiaria y su impacto sobre las expectativas de inflación dependen del estado de la economía y de la percepción del público sobre la coherencia entre la política monetaria y la política cambiaria. Con la intervención, el público puede pensar que el banco central tiene un objetivo inflacionario y otro cambiario. En la medida en que se perciba alguna contradicción en el logro simultáneo de ambos objetivos, la credibilidad de los mismos quedará en entredicho, y la efectividad de la intervención en el mercado cambiario puede verse reducida. Por ejemplo, si el compromiso con la meta de inflación goza de alta credibilidad y la autoridad juzga necesario incrementar las tasas de interés para el logro de la meta de inflación, una intervención esterilizada no será muy efectiva, puesto que el mercado asignará una baja probabilidad a un descenso futuro de las tasas de interés, con lo cual se mantendrá el atractivo para la entrada de capitales al país. A continuación se analizan los temas de consistencia y efectividad y la relación que guardan entre sí.

i. Coherencia

El mensaje del Banco de la República ha sido reiterativo en señalar que la intervención cambiaria se hace sin poner en riesgo la meta de inflación. Los hechos así lo han demostrado: entre 2004 y 2006 el proceso de desinflación continuó y las metas se alcanzaron con gran precisión, al tiempo que se hacían intervenciones en el mercado cambiario en montos importantes, como se mostró anteriormente. Así, desde un punto de vista *ex post*, puede afirmarse que la intervención en el mercado cambiario ha sido coherente con el esquema de inflación objetivo.

Un primer elemento que ha contribuido a preservar esa coherencia ha sido el uso de diferentes mecanismos para esterilizar el efecto monetario de la intervención cambiaria, con lo cual el Banco de la República ha logrado mantener aquella tasa de interés de corto plazo que considera necesaria para el logro de la meta de inflación. Los mecanismos de esterilización utilizados han sido: i) reducción de las operaciones Repo de expansión; ii) operaciones de mercado abierto de contracción (venta de TES); iii) venta de reservas internacionales al Gobierno; iv) acumulación de depósitos del Gobierno en el banco central, y v) depósitos de contracción del sistema financiero en el Banco de la República. En el Cuadro 25 se resalta el papel que han desempeñado las ventas de divisas al Gobierno y los depósitos de la Tesorería en el Banco de la República como mecanismos de esterilización, lo cual ha requerido una estrecha coordinación con el Gobierno.

Un segundo elemento que ayudó a preservar la coherencia entre la intervención cambiaria y el esquema de inflación objetivo fue un manejo de la tasa de interés que, hasta abril de 2006, no entró en contradicción con los propósitos de la intervención cambiaria. Fue así como las ventas de reservas internacionales se hicieron en un contexto de incrementos en la tasas de interés (2003 I semestre), mientras que las compras se realizaron en un escenario de tasas de interés decrecientes o constantes (2004 a marzo de 2006) (Gráfico 56). De esta forma, la intervención cambiaria y la política monetaria lograron



Cuadro 25
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	May-07
I. Gobierno	432	1.310	1.296	914	(235)	(2.637)	1.968	(1.531)
Traslado de utilidades ^{a/}	516	1.226	1.226	830	803	0	793	0
Depósitos en el Banco de la República	(84)	84	70	83	(1.038)	(2.637)	1.175	(1.531)
II. TES regulación	190	(954)	150	568	(2.524)	897	(327)	(1.211)
Compras definitivas	805	160	1.208	893	1.023	5.230	463	638
Ventas definitivas	0	0	0	0	(2.972)	(4.000)	(261)	(1.089)
Vencimiento	(615)	(1.113)	(1.058)	(325)	(575)	(334)	(529)	(760)
III. Repos	(755)	(730)	1.128	1.492	(1.058)	1.539	2.586	(5.501)
Expansión ^{b/}	(781)	(589)	1.101	1.386	(1.086)	1.539	2.586	(3.245)
Contracción	25	(141)	28	106	28	0	0	(2.256)
IV. Divisas	675	1.445	(517)	(703)	6.194	3.239	(483)	11.640
Opciones de acumulación	675	1.445	601	300	4.183	0	1.397	2.130
Opciones de desacumulación	0	0	(1.118)	(1.002)	0	0	(2.315)	(429)
Intervención discrecional	0	0	0	0	3.264	10.758	2.702	9.939
Venta de divisas al Gobierno	0	0	0	0	(1.252)	(7.519)	(2.268)	0
V. Otros ^{c/}	429	(135)	399	239	270	506	483	415
Variación total de la base	971	937	2.457	2.510	2.647	3.543	4.227	3.811
Saldo de la base	10.710	11.648	14.105	16.615	19.262	22.805	27.032	24.424

^{a/} En 2003 se trasladaron (US\$ 220) m al Gobierno como parte de las utilidades. Así mismo, el total de las utilidades de 2005 se entregaron en dólares (US\$ 195,9 m.) Estos traslados no tuvieron efecto monetario.

^{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.

mantener coherencia *entre sus metas*, lo cual contribuyó a incrementar tanto la efectividad de la intervención como la credibilidad en la de inflación objetivo.

A partir de abril de 2006 la autoridad monetaria comenzó un proceso gradual de incremento de la tasa de interés a la que suministra liquidez al sistema financiero, llevándola desde el 6% a un nivel de 9% en la actualidad. Como ampliamente se ha explicado en ediciones del *Informe al Congreso* anteriores, la razón para estos sucesivos incrementos obedeció a que la economía se acercaba a su capacidad de producción potencial, haciendo prever el surgimiento de presiones inflacionarias. Esto precisaba actuar anticipadamente incrementando la tasa de interés para moderar el crecimiento de la demanda agregada. Esta política de ajuste en las tasas de interés reafirmó que el objetivo central de la autoridad monetaria es el logro de la meta de inflación; no obstante, desde el punto de vista cambiario esta política tuvo

un costo, pues a medida que se avanzaba en el incremento de la tasa de interés, se perdía la coherencia que hasta marzo de 2006 se mantuvo entre la intervención cambiaria y el esquema de inflación objetivo. Esto terminaría por reducir la efectividad de la intervención cambiaria, tal como se discute a continuación.

ii. Efectividad

La efectividad de la intervención en el mercado cambiario para influir sobre la tasa de cambio depende estrechamente de su coherencia con el esquema de inflación objetivo. En la medida en que esta última ha cambiado, se hace necesario analizar la efectividad de la intervención por períodos.

La primera experiencia de intervención para afectar la tasa de cambio luego de permitir la flotación cambiaria se tuvo en el primer semestre de 2003 mediante la venta de divisas a través de opciones de desacumulación. Con ello se buscaba moderar la fuerte tendencia de depreciación que representaba un riesgo para el cumplimiento de las metas de inflación. La tasa de cambio nominal se estabilizó inmediatamente después del anuncio de la subasta de opciones *call* de desacumulación a mediados de febrero de 2003, la cual se hizo luego de un incremento de 100 pb de la tasa de interés del Banco de la República en enero de 2003, seguida por otro incremento de la misma magnitud en abril de ese año. Estas decisiones aseguraron la coherencia entre la intervención cambiaria y la política monetaria, lo que sin duda contribuyó al propósito de estabilizar la tasa de cambio.

La segunda experiencia de intervención comenzó el 29 de septiembre de 2004 con el anuncio de la JDBR de intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario. En un comienzo, la intervención se concibió como un instrumento muy limitado y transitorio. Fue así como el anuncio estableció un límite en cantidad (US\$1.000 m) y en tiempo (hasta finales de 2004). En vista de estos límites públicamente conocidos, la efectividad inicial de la intervención discrecional para moderar la tendencia de apreciación fue muy limitada. En efecto, a excepción de un impacto positivo sobre la tasa de cambio durante las dos semanas posteriores al anuncio, la tendencia de apreciación continuó, y hacia diciembre de 2004 se hizo más aguda, pues el mercado sabía que el Banco de la República se aproximaba a los límites anunciados.

En diciembre 22 de 2004 la JDBR modificó su estrategia y anunció que la intervención discrecional continuaría sin ninguna restricción de tiempo ni cantidad. Casi simultáneamente la Junta anunció su decisión de cerrar la ventanilla de contracción y de reducir la tasa de interés de las operaciones Repo en 25 pb. Fue así como en esta oportunidad el anuncio de una intervención más decidida se combinó con decisiones que claramente señalaban



una política monetaria más relajada. Como resultado, la efectividad de la intervención para moderar la tendencia de apreciación mejoró significativamente. Como se muestra en el Gráfico 57, a lo largo de 2005 la apreciación del peso fue bastante moderada y menos aguda que la que afectó a otros países de la región (como Brasil y Chile). A lo anterior también contribuyó la confirmación de coherencia entre la intervención y la política monetaria que se produjo a raíz de la decisión de la JDBR de reducir la tasa

de interés en 50 pb en septiembre de 2005.

Ante nuevas presiones a la apreciación del peso, la intervención discrecional continuó durante el primer trimestre de 2006; no obstante, hacia finales de marzo esas presiones súbitamente desaparecieron debido a la incertidumbre de los mercados con respecto a las decisiones de la Reserva Federal de los Estados Unidos sobre sus tasas de interés. Como resultado, durante el segundo trimestre de 2006 se produjo una significativa reversión del proceso de apreciación, al punto que la tasa de cambio se depreció 11,8% entre finales de marzo y mediados de julio. En tales circunstancias el Banco de la República interrumpió la intervención discrecional hasta finales de 2006 y sólo intervino en el mercado cambiario mediante opciones de volatilidad.

En enero de 2007 las presiones a la apreciación del peso resurgieron con intensidad, ante la perspectiva de la inminente monetización de un volumen importante de recursos destinado a pagar empresas estatales vendidas a finales de 2006. Por juzgar que se trataba de presiones de carácter transitorio, la JDBR decidió volver a intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario de manera masiva, según lo anunció públicamente. Para ese entonces la tasa de interés del Banco ya se había aumentado 175 pb y el mercado tenía claras expectativas de que la autoridad monetaria continuaría incrementando la tasa de interés, ante su compromiso de cumplir con la meta de inflación. En esas condiciones, se agudizó la incoherencia entre las políticas monetaria y de intervención.

A pesar del importante monto de recursos destinados a la intervención entre enero y mayo de 2007 (US\$4.887,4 m), no fue posible detener la tendencia

de apreciación. Al finalizar mayo la tasa de cambio nominal se había apreciado 5,2% frente a su valor de finales de 2006, lo cual mostraba que la intervención discrecional había perdido efectividad. Desde luego, como en ocasiones anteriores, la autoridad monetaria tuvo la precaución de esterilizar el efecto monetario de esta intervención mediante los mecanismos antes mencionados (Cuadro 13). Adicionalmente, hacia finales de marzo la JDBR decidió reabrir la ventanilla de contracción, que había permanecido cerrada desde diciembre de 2004. Esta fue una decisión necesaria ante el hecho de que, como resultado de las intervenciones masivas, el Banco había pasado de tener una posición de acreedor neto a una posición de deudor neto en el mercado monetario. De no haberse procedido de esta forma el exceso de liquidez en el mercado hubiera hecho disminuir la tasa interbancaria, desviándose de la tasa de política y poniendo en riesgo la meta de inflación.

Entre otras razones que explican la pérdida de efectividad de la intervención discrecional se destacan: i) la devaluación del dólar asociada con los desequilibrios macroeconómicos de los Estados Unidos; ii) el exceso de liquidez internacional y su baja aversión al riesgo global; iii) el ciclo monetario de Colombia, que se encuentra desincronizado con el de los principales países de la región y en particular con el de los Estados Unidos; iv) el alto volumen de inversión extranjera directa durante el primer semestre de 2007, y v) las expectativas de los agentes sobre el impacto de la intervención en la eficacia de la política monetaria.

Los sucesivos incrementos en la tasa de interés por parte del Banco de la República, junto con la expectativa de que la autoridad monetaria mantuviera esta política de ajuste, ampliaban la diferencia actual y futura entre las tasas de interés internas y externas. Todo lo anterior hacía altamente atractivo traer capitales al país. En tales condiciones, la intervención discrecional terminaba por estimular la entrada de capitales, al brindarle al mercado abundante liquidez en pesos, con lo cual facilitaba las operaciones de los inversionistas que buscaban aprovechar el diferencial de tasas de interés. De hecho, estudios técnicos recientes demostraron que el tamaño del mercado de divisas se incrementaba en más del 100% del monto de intervención, lo cual obedecía a una sobre-reacción de la oferta de dólares en el mercado, cuando el banco central decidía intervenir³⁸. Así, ante un margen considerable en el diferencial de tasas la intervención no lograba crear un exceso neto de demanda de divisas en el mercado cambiario.

Consciente de esta situación, y ante la evidencia de que la intervención masiva del primer trimestre hacía cada vez más difícil mantener el control del crecimiento de los agregados monetarios, y con ello de las tasas de interés,

³⁸ Herman Kamil, "Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? New Evidence for Colombia", documento de trabajo en preparación.

el Banco de la República interrumpió la intervención discrecional a partir de mayo 2007. De haberse insistido en la política de intervención se hubiera comprometido el objetivo de inflación, e incurrido en cuantiosas pérdidas financieras derivadas de los esfuerzos de esterilización. El Banco continuó interviniendo únicamente a través de opciones (*put*) de volatilidad que, como se explicó, se activan cuando la tasa de cambio nominal se sitúa 2% por debajo del promedio móvil de la TRM de los últimos veinte días.

De otra parte, para limitar las operaciones de *carry trade* la JDBR decidió establecer un depósito obligatorio en pesos no remunerado por seis meses, equivalente al 40% de los desembolsos de deuda externa. Se espera que estas medidas contribuyan a reducir el diferencial de tasas de interés y a moderar las expectativas de apreciación, de tal forma que desincentive la entrada de capitales. El Gobierno posteriormente extendió este depósito a las entradas de capital de portafolio. Adicionalmente, como una medida de carácter prudencial para mitigar los riesgos de contraparte, la JDBR fijó un límite de apalancamiento del 500% del patrimonio de los intermediarios financieros para operaciones en el mercado de derivados.

RECUADRO 1

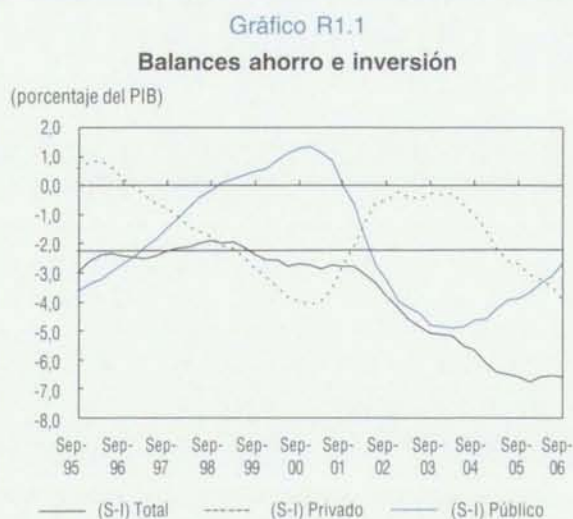
CONTEXTO MACROECONÓMICO DE LA APRECIACIÓN EN ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA

En los últimos años el déficit en cuenta corriente de la economía estadounidense se ha incrementado de manera preocupante a niveles superiores al 6% del PIB en 2006. Este déficit ha sido financiado con los ahorros del resto del mundo, en especial de las economías emergentes, que gracias a sus importantes ingresos por exportaciones de *commodities* y sus altas tasas de ahorro¹ han generado un amplio exceso de liquidez dirigido principalmente a financiar el gasto de la economía de los Estados Unidos.

Al analizar este déficit desde el punto de vista del balance entre el ahorro y la inversión, se observa que a partir de 2004 el balance del sector privado de los Estados Unidos ha mostrado un deterioro cercano al 4%, mientras el del sector público mejoró considerablemente, al pasar de -5% a -2,6% en los mismos años. El mayor desbalance del sector privado ha sido explicado por el fuerte crecimiento de la inversión, mientras que el sector público se ha favorecido por el aumento en sus ingresos tributarios (Gráfico R1.1).

¹ La tasa de ahorro de China se acerca al 50%, algunas de las explicaciones de esto son la falta de seguridad en salud, pensión, jubilación, educación y, además, del frágil sistema financiero, entre otros.

La ampliación cada vez mayor del déficit en cuenta corriente estadounidense ha generado un deterioro del dólar a nivel mundial, de forma que entre 2003 y 2006 éste se devaluó 3,3% (promedio) y 7,1% (fin de 2006) en términos reales (Gráfico R1.2). Junto con la devaluación del dólar, las monedas de economías desarrolladas y de países emergentes se han apreciado, unas con mayor intensidad que otras, dependiendo de las condiciones internas de cada país. Como Colombia no ha sido ajena a este fenómeno, el propósito de este recuadro es comparar el contexto macroeconómico desde el cual se ha presentado la apreciación del peso colombiano, con el de algunos países de la región, como México, Perú, Brasil y Chile, en el período 2003-2006.



Fuente: Bureau of Economics Analysis.



Fuente: Federal Reserve.

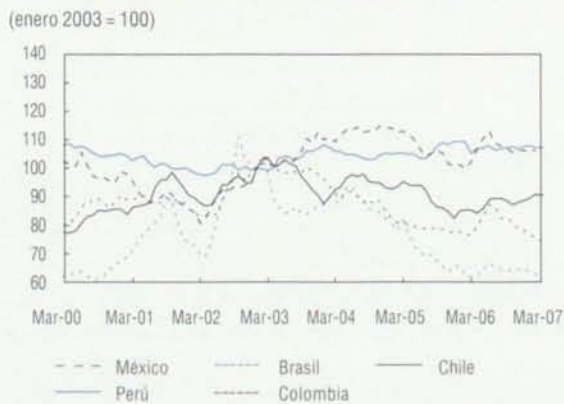
Luego de los acontecimientos políticos en Brasil ocurridos en el año 2002, que en términos cambiarios contagiaron a toda la región, a partir de 2003 las tendencias a la apreciación han sido generalizadas y han estado sincronizadas con la devaluación del dólar. Como se aprecia en el Gráfico R1.3, entre 2000 y 2002 las monedas de la región presentaron una tendencia devaluacionista, principalmente, el real de Brasil, seguido por los pesos chileno y colombiano. De forma similar, desde 2003 y con especial énfasis a partir

Gráfico R1.3

A. Índice de tasas de cambio nominales frente al dólar



B. Índice de tasa de cambio real



Fuente: Diferentes bancos centrales y Latin Focus Consensus Forecast, junio de 2007.

de 2004, estos mismos países son los que mayor apreciación han registrado en sus monedas, tanto en términos nominales como reales (Cuadro R1.1). Por tanto, se puede afirmar que la apreciación desde 2004 ha corregido la pérdida de valor de las monedas de estos países que tuvo lugar en 2002 y la primera mitad de 2003, y que estuvo asociada con factores transitorios.

Además del carácter transitorio de la devaluación de 2002, hay un conjunto de elementos que explican la mayor o menor tendencia a la apreciación entre estas economías. Entre estos factores se deben considerar los aumentos en los ingresos externos tanto de la cuenta corriente como

de la cuenta de capitales y sus efectos sobre el gasto de los agentes tanto del sector público como del sector privado. En efecto, los mayores ingresos externos generan una mayor oferta de divisas, aumentan el ingreso disponible de los agentes, e inducen una apreciación real del tipo de cambio en la medida en que se reflejen en un mayor gasto en la economía, el cual presione al alza los precios de los bienes y servicios no transables. El comportamiento del gasto agregado (y del ahorro interno) depende en forma crucial del manejo de la política macroeconómica y, en particular, de los cambios en la postura fiscal y en la política monetaria. A continuación se analizan estos factores para las economías de la región.

En los últimos años todos estos países han tenido condiciones favorables en la cuenta corriente de la balanza de pagos gracias a los buenos términos de intercambio para los

Cuadro R1.1
Indicadores macroeconómicos
de algunos países de América Latina

	Colombia		Chile		Brasil		México		Perú	
	2000- 2003	2004- 2006	2000- 2003	2004- 2006	2000- 2003	2004- 2006	2000- 2003	2004- 2006	2000- 2003	2004- 2006
1 Devaluación de la tasa de cambio nominal (promedio)	13,6	(6,2)	7,7	(7,7)	15,8	(10,4)	3,2	0,4	0,7	(2,2)
2 Devaluación de la tasa de cambio real (promedio)	6,9	(6,5)	6,2	(4,2)	8,5	(9,8)	(1,2)	0,8	0,0	1,2
3 Reservas internacionales / PIB (promedio)	12,6	12,4	21,2	14,7	6,9	7,1	7,5	9,4	16,0	17,7
4 Reservas internacionales / importaciones de bienes y servicios (promedio)	10,3	8,9	10,8	7,2	7,5	7,4	3,3	3,7	13,5	14,1
5 Crecimiento real (promedio)	2,5	5,5	3,5	5,2	2,0	3,6	2,2	3,9	3,1	6,6
6 Inflación (promedio)	7,7	5,1	3,2	2,5	8,9	5,4	6,4	4,2	2,1	2,4
7 Tasas de interés de política nominal (promedio)	8,9	6,6	4,3	3,4	19,4	16,3	10,8	7,7	7,0	3,3
Tasas de interés de política real (promedio)	1,2	1,5	1,1	0,9	10,6	10,9	4,4	3,5	4,9	0,9

Fuente: Banco de la República, diferentes bancos centrales y Latin Focus.

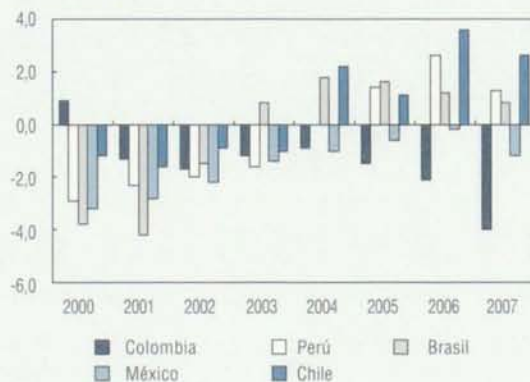
productos de exportación (petróleo, cobre, metales y otros bienes básicos) y al gran dinamismo de la demanda mundial, que se refleja en mayores ingresos por exportaciones no tradicionales. Excepto en Colombia, en todos los países los mayores ingresos de la cuenta corriente se han reflejado en una mejoría en el balance externo (es decir, en una corrección del déficit en cuenta corriente y un aumento en el superávit externo) entre 2004 y 2006, de frente a lo que registraron en el cuatrienio anterior (Gráfico R1.4). Esto significa que dichas economías no han recurrido al ahorro externo para financiar su crecimiento o su inversión. En el caso de Colombia el déficit en cuenta corriente aumentó, financiado por los mayores ingresos de la cuenta de capitales (principalmente flujos de inversión extranjera directa), que, como se mostrará más adelante, ha servido para financiar un gran aumento en la tasa de inversión.

Con el fin de evaluar lo que ha ocurrido con el gasto agregado y el ahorro interno, se comparan de nuevo los dos períodos: el de devaluación (2000-2003) y el de apreciación (2004-2006).

Gráfico R1.4

Balance en cuenta corriente (ahorro externo)

(porcentaje del PIB)



Fuente: Diferentes bancos centrales y Latin Focus Consensus Forecast, junio de 2007.

En el Cuadro R1.2 se observa que junto con los mayores ingresos externos, los países analizados han aumentado el ahorro interno mediante un mayor ahorro público que mejoró su balance fiscal. Chile, por ejemplo, cuenta con una regla de superávit primario y con un fondo de estabilización de los ingresos del cobre, en donde se ahorran los ingresos que provienen de los altos

Cuadro R1.2

Balance ahorro - inversión de algunos países de América Latina

	Colombia		Chile		Brasil		México		Perú	
	2000-2003	2004-2006	2000-2003	2004-2006	2000-2003	2004-2006	2000-2003	2004-2006	2000-2003	2004-2006
i. Balance externo: déficit en cuenta corriente = ahorro externo (porcentaje del PIB, promedio)	(0,8)	(1,5)	(1,2)	2,3	(2,3)	1,5	(2,4)	(0,6)	(2,2)	1,3
ii. Balance fiscal (ahorro - inversión pública) (porcentaje del PIB)	(3,2)	(0,8)	(0,5)	4,8	(4,6)	(3,1)	(0,9)	(0,1)	(2,4)	0,3
iii. Balance privado (ahorro - inversión privada) (porcentaje del PIB)	2,4	(0,7)	(0,8)	(2,5)	2,3	4,6	(1,5)	(0,5)	0,2	1,0
Ahorro - inversión = balance en cuenta corriente										
1. Inversión total (porcentaje del PIB)	14,7	21,2	5,1	11,9	20,6	21,1	24,7	26,2	19,1	19,5
Público	6,9	6,8	n.d.	n.d.	3,4	3,7	6,1	6,2	3,2	2,8
Privado	7,8	14,5	n.d.	n.d.	17,2	17,4	24,7	26,2	16,0	16,7
2. Ahorro nacional (porcentaje del PIB)	13,9	19,7	3,9	14,2	18,2	22,6	22,3	25,6	17,0	20,9
Público	3,7	6,0	n.d.	n.d.	(1,2)	0,6	5,2	6,2	0,8	3,1
Privado	10,2	13,8	n.d.	n.d.	19,4	22,0	17,1	19,5	16,2	17,8

n.d. no disponible.

Fuente: Banco de la República, diferentes bancos centrales y Latin Focus Consensus.

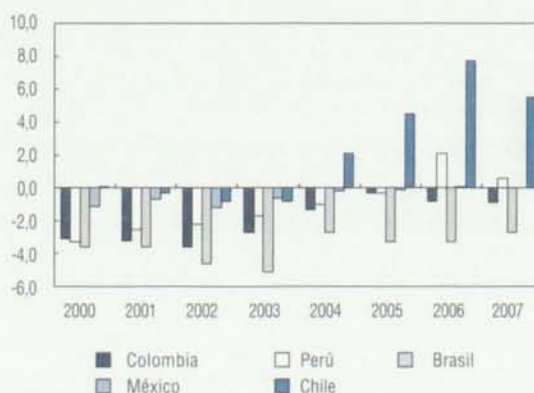
precios internacionales del metal, al tiempo que ha adoptado una estrategia de prepago de la deuda externa pública. Lo mismo han hecho los demás países, por lo que su desbalance fiscal se ha corregido significativamente gracias al aumento del ahorro público (Gráfico R1.5). Sin embargo, las magnitudes difieren: mientras que en Chile el balance fiscal ha mejorado en 5 pp del PIB entre cada período, en Brasil y en Colombia el ajuste ha sido mucho menor: 1,1 y 2,4 puntos del PIB, respectivamente. Adicionalmente, estas dos economías son las únicas que aún presentan déficit en las cuentas del sector público; por ende, es posible que el menor comportamiento contracíclico del gasto público haya contribuido a intensificar la apreciación cambiaria en Brasil y en Colombia.

El comportamiento del balance del sector privado ha sido menos homogéneo en los diferentes países. En Chile, por ejemplo, el mayor ahorro público y los mayores ingresos del exterior han servido para financiar un mayor déficit del sector privado, principalmente por una mayor expansión de la inversión (Cuadro R1.2, Gráfico R1.6).

En México y Perú el sector privado ha aumentado su ahorro neto, mientras que

Gráfico R1.5
Balance fiscal del SPNF

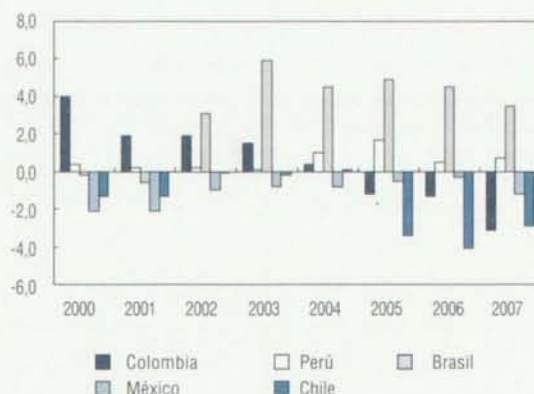
(porcentaje del PIB)



Fuente: Diferentes bancos centrales y Latin Focus Consensus Forecast, junio de 2007.

Gráfico R1.6
Balance del sector privado

(porcentaje del PIB)

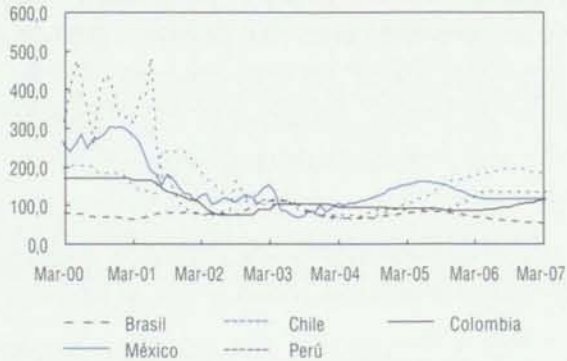


Fuente: Diferentes bancos centrales y Latin Focus Consensus Forecast, junio de 2007.

Gráfico R1.7

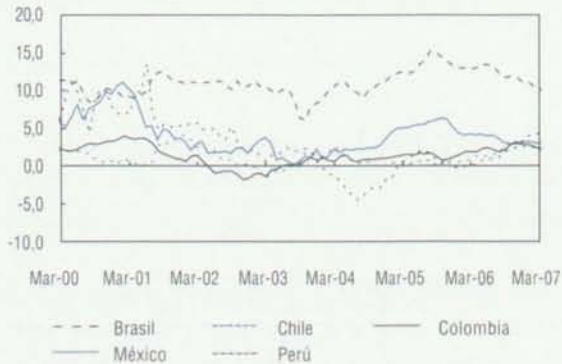
A. Índice de tasas de intervención

(promedio 2003 = 100)



B. Tasas reales de intervención

(porcentaje)



Fuente: Diferentes bancos centrales y Latin Focus Consensus Forecast, junio de 2007.

en Brasil el sector privado ha incrementado significativamente su ahorro interno (2,8 puntos del PIB), en tanto que la inversión privada sólo ha aumentado 0,2 pp del PIB; en este caso, se puede decir que el mayor ahorro privado se ha destinado a financiar el desbalance del sector público. En Colombia, el sector privado ha aumentado la tasa de ahorro en 3,5 pp del PIB en lo corrido de la década, pero ello no le alcanzó para financiar la expansión de la inversión, que duplicó con creces su valor en términos del PIB, aumentando en más de 7 pp del PIB, razón por la cual ha recurrido al financiamiento externo en forma de IED para financiar el exceso de gasto. Es importante destacar que en

el caso colombiano la reducción del desbalance fiscal ha contribuido a que el sector privado, que también ha aumentado su ahorro de manera importante, pueda destinar los recursos a financiar sus planes de inversión, contribuyendo de esta forma a impulsar el crecimiento de la economía.

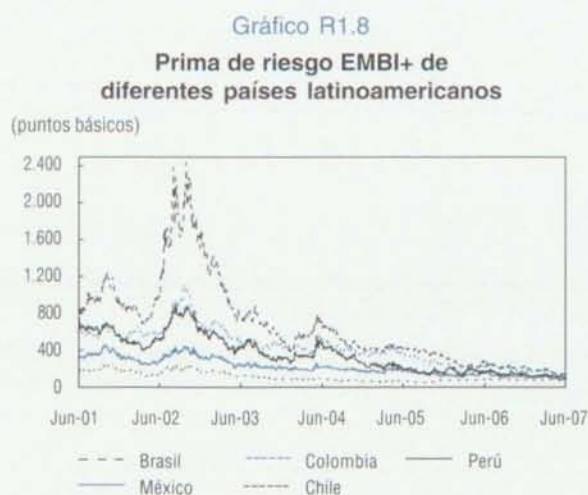
En síntesis, se puede decir que la política fiscal ha hecho un aporte a la sostenibilidad del crecimiento a través de la reducción de los desbalances fiscales de los países de la región, aunque este aporte ha sido menor en el caso de Colombia y de Brasil.

La política monetaria también ha cumplido una tarea muy importante. En Chile, por ejemplo, la creciente demanda interna estuvo generando presiones inflacionarias que

motivaron la subida de tasas por parte del banco central chileno, lo mismo ocurría en Brasil y en Perú (Gráfico R1.7).

Por el contrario, mientras que los otros bancos centrales estaban subiendo sus tasas de interés de política, en Colombia se mantuvieron constantes entre 2004 y 2005 (e incluso disminuyeron en 125 pb). El aumento del gasto privado en años recientes en Colombia, y en particular del consumo privado y la aparición de presiones inflacionarias asociadas con la demanda en 2007, motivaron las decisiones de las autoridades del Banco de la República de aumentar las tasas de interés de intervención desde mediados de 2006. Por tanto, Colombia comenzó a subir sus tasas de interés más tarde que los demás países de la región, algunos de los cuales, incluso, ya habían detenido el proceso, como Chile, Perú y México. Brasil, por su parte, comenzó a reducir su tasa de interés de política desde 2006 para impulsar el crecimiento de su economía². No obstante, se debe tener en cuenta que en términos reales la tasa de interés en Brasil es la más alta de la región, seguida por México, mientras que, por el contrario, la de Colombia, pese a las alzas recientes, se encuentra entre las más bajas.

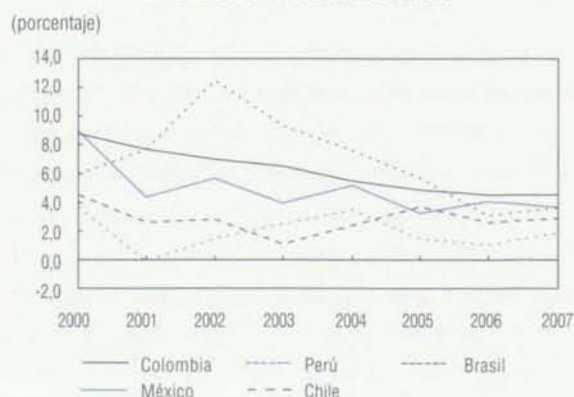
El diferencial de rentabilidades es otro factor que contribuye a la apreciación de las monedas en la medida en que incentiva a los inversionistas a ingresar capitales a una economía. Desde luego, los inversionistas calculan su rentabilidad tomando en cuenta el riesgo que supone invertir en una economía, para lo cual el indicador más utilizado es el EMBI. Brasil, con la mayor apreciación, es el ejemplo más claro de este argumento. Su tasa de interés real es la más alta y ha mostrado un descenso de 600 puntos básicos en el riesgo-país (Gráfico R1.8). En Colombia el EMBI ha descendido 319 puntos entre 2003 y 2006, con lo cual, pese a tener la tasa



Fuente: Bloomberg.

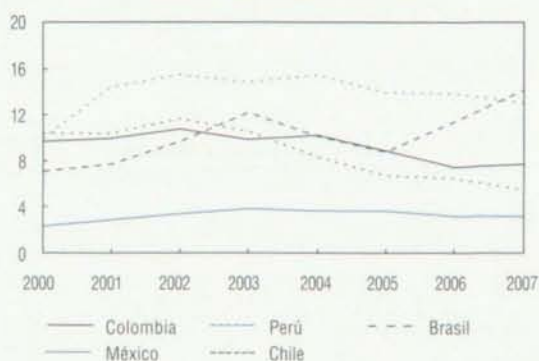
² Como se aprecia en el Gráfico R1.5, en 2005 y 2006 Brasil tenía la tasa de crecimiento más baja de la muestra de países analizados.

Gráfico R1.9
Inflación en América Latina



Fuente: Diferentes bancos centrales y Latin Focus Consensus Forecast, junio de 2007.

Gráfico R1.10
Reservas internacionales
en meses de importaciones



Fuente: Diferentes bancos centrales y Latin Focus Consensus Forecast, junio de 2007.

de interés real más baja de la región, es un país que es considerado atractivo para la inversión, dado el nivel relativamente bajo del riesgo-país y la estabilidad reciente de su crecimiento, entre otros factores (Gráfico R1.9).

Por último, vale la pena mencionar que para contener las tendencias a la apreciación sólo los bancos centrales de Brasil, Perú y Colombia adoptaron una estrategia de intervención cambiaria.

De acuerdo con el Gráfico R1.10, la comparación internacional del nivel de reservas internacionales expresadas en términos del indicador de meses de importaciones muestra que Brasil y Perú registran los indicadores más altos, mientras que en Chile, al igual que en Colombia, el indicador ha

ido en descenso. Esto ocurre para Colombia en un contexto en donde el Banco de la República ha adquirido un monto importante de reservas en los meses recientes.

En síntesis, la apreciación de las monedas en la región latinoamericana se ha dado en un contexto de debilitamiento del dólar, de crecimiento de la demanda mundial y de altos precios internacionales de los productos de exportación, lo cual ha favorecido la corrección en los desbalances externos en todas las economías y el aumento del gasto interno.

Este último factor es esencial para evaluar la intensidad con la que las variables externas se reflejan en una mayor o menor apreciación. En varias economías de la región, el hecho de contar con una política fiscal contracíclica ha contribuido a aumentar la tasa de ahorro del conjunto de la economía y de esta forma atenuar el impacto de la apreciación de las monedas, pero ha ocurrido en menor grado en Colombia y en Brasil. En Colombia la reducción del déficit fiscal ha sido comparativamente menor, y aunque el sector privado ha aumentado su tasa de ahorro, al mismo tiempo ha incrementado con creces su tasa de inversión, de forma que ha tenido que recurrir al ahorro externo para financiarse. En el caso de Brasil la reducción del desbalance fiscal ha sido también relativamente pequeña y el ahorro privado ha contribuido a financiar el exceso de gasto del Gobierno.

IV. BALANZA DE PAGOS

A. Comportamiento de la balanza de pagos durante el primer trimestre de 2007

En el primer trimestre de 2007 se registró una ampliación del déficit en cuenta corriente, al alcanzar un valor de US\$1.795 m (-4,6% del PIB trimestral), muy superior al del mismo período del año anterior (US\$784 m, 2,4% del PIB). Como se verá en detalle a continuación, este mayor déficit fue más que financiado con recursos de capital externos por US\$4.998 m (12,9% del PIB trimestral), principalmente de inversión extranjera directa y de deuda externa de largo plazo. El exceso de recursos externos se acumuló en reservas internacionales (US\$3.430 m)³⁹, cuyo saldo a marzo ascendió a US\$18.997 m⁴⁰, que equivalen a 8,1 meses de importaciones de bienes y a 6,8 meses de importaciones de bienes y servicios (Cuadro 26). En este período se estimaron errores y omisiones por US\$227 m⁴¹.

1. Cuenta corriente

El mayor déficit en cuenta corriente registrado en el primer trimestre de 2007 se generó, básicamente, en pagos netos de renta de los factores

³⁹ La variación de las reservas internacionales brutas fue resultado neto de las compras de divisas del Banco de la República por US\$3.861 m y del rendimiento de las reservas internacionales (US\$126 m), compensadas parcialmente por el traslado de utilidades del Banco de la República al Gobierno nacional (US\$537 m).

⁴⁰ Con una variación trimestral de US\$3.557 m, resultado que difiere del reportado en la balanza de pagos (US\$3.430 m), debido a que esta última sólo registra las variaciones originadas en transacciones y no incluye las valorizaciones por tipo de cambio y precio, por US\$126 m.

⁴¹ El rubro errores y omisiones netos de la balanza de pagos registra transacciones por identificar en la cuenta corriente y en la cuenta de capital.

(US\$1.728 m), en una balanza comercial deficitaria (US\$759 m) y en una balanza de servicios no factoriales negativa (US\$514 m), lo que fue parcialmente compensado por los ingresos netos de transferencias corrientes (US\$1.206 m).

El déficit registrado en el rubro de renta de los factores, similar al obtenido un año atrás, se generó esencialmente en los giros de utilidades y dividendos efectuados por las empresas de capital extranjero a su casa matriz (US\$1.221 m) y en el pago de intereses por concepto de deuda externa (US\$892 m). Por su parte, se recibieron ingresos por el rendimiento de las inversiones colombianas en el exterior, calculados en US\$282 m.

Por otro lado, en el primer trimestre de 2007 la balanza comercial de bienes fue deficitaria en US\$759 m (incluyendo las operaciones especiales de comercio exterior⁴²), como resultado de ingresos de US\$6.263 m por exportaciones y pagos de US\$7.022 m por importaciones (Cuadro 26). Este déficit contrasta con el resultado positivo obtenido un año atrás (US\$207 m). El balance negativo se originó en el menor ritmo de crecimiento de las ventas al exterior (12,1%, US\$677 m) y en la aceleración de las compras externas (30,5%, US\$1.643 m).

El Cuadro 27 resume el comportamiento de las exportaciones por producto durante el primer trimestre de 2007⁴³. Como se aprecia, fue muy importante el aumento en las ventas externas de productos no tradicionales (US\$530 m, 19,2%) que aportaron el 80% del incremento total de las exportaciones. Las ventas de productos tradicionales totalizaron US\$2.823 m, con un aumento de US\$132 m (4,9%) frente al mismo período de 2006.

El comportamiento de las ventas externas de productos tradicionales entre enero y marzo de 2007 se caracterizó por los siguientes factores:

- El aumento de 29,3% en las cantidades despachadas de carbón y del 1,3% en su precio de exportación.
- El incremento de los despachos de café al exterior (6,4%), con ventas por 2,7 millones de sacos. El precio de exportación del grano se mantuvo en los niveles de 2006 (US\$1,2 por libra).
- El declive en las cantidades exportadas de ferroníquel al disminuir de 34 toneladas en el primer trimestre de 2006 a 12 toneladas en el mismo

⁴² Incluye, principalmente, las transacciones de comercio exterior de las zonas francas y las reexportaciones de bienes originadas, en operaciones de comercio exterior bajo modalidad de arrendamiento financiero.

⁴³ No se consideran las operaciones especiales de comercio exterior.

Cuadro 26
Balanza de pagos de Colombia (resumen)

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB			Diferencia
	I trim. 06	I trim. 07 (pr)	2007 (proy)	I trim. 06	I trim. 07 (pr)	2007 (proy)	2007 I - 2006 I (millones de dólares)
I. Cuenta corriente	(784)	(1.795)	(6.610)	(2,4)	(4,6)	(4,0)	(1.010,5)
Ingresos	7.773	8.760	38.668	23,3	22,6	23,1	987,3
Egresos	8.557	10.555	45.278	25,7	27,2	27,1	1.997,8
A. Bienes y servicios no factoriales	(201)	(1.274)	(6.755)	(0,6)	(3,3)	(4,0)	(1.072,1)
1. Bienes	207	(759)	(4.434)	0,6	(2,0)	(2,7)	(965,6)
Exportaciones	5.586	6.263	27.322	16,8	16,1	16,3	677,1
Importaciones	5.379	7.022	31.756	16,1	18,1	19,0	1.642,7
2. Servicios no factoriales	(408)	(514)	(2.320)	(1,2)	(1,3)	(1,4)	(106,5)
Exportaciones	776	804	3.728	2,3	2,1	2,2	27,1
Importaciones	1.185	1.318	6.048	3,6	3,4	3,6	133,5
B. Renta de los factores	(1.633)	(1.728)	(5.270)	(4,9)	(4,5)	(3,2)	(94,2)
Ingresos	297	395	1.900	0,9	1,0	1,1	97,9
Egresos	1.930	2.123	7.169	5,8	5,5	4,3	192,1
C. Transferencias corrientes	1.050	1.206	5.414	3,2	3,1	3,2	155,8
Ingresos	1.113	1.299	5.719	3,3	3,3	3,4	185,3
Remesas de trabajadores	856	969	4.416	2,6	2,5	2,6	113,2
Otros	257	330	1.303	0,8	0,8	0,8	72,1
Egresos	63	92	304	0,2	0,2	0,2	29,5
II. Cuenta de capital y financiera	774	4.998	10.490	2,3	12,9	6,3	4.223,9
1. Flujos financieros de largo plazo	(105)	2.037	9.841	(0,3)	5,3	5,9	2.142,0
i. Inversión extranjera directa neta en Colombia	995	2.535	5.756	3,0	6,5	3,4	1.540,1
ii. Préstamos netos ^{a/}	(1.111)	(534)	4.132	(3,3)	(1,4)	2,5	576,7
iii. Arrendamiento financiero neto	12	60	1	0,0	0,2	0,0	48,1
iv. Otros movimientos de largo plazo	0	(23)	(47)	0,0	(0,1)	(0,0)	(23,0)
2. Flujos financieros de corto plazo	879	2.961	649	2,6	7,6	0,4	2.081,9
III. Errores y omisiones netos	160	227	265	0,5	0,6	0,2	67,2
IV. Variación de reservas internacionales brutas^{b/}	150	3.430	4.713	0,4	8,8	2,8	3.280,6
V. Saldo de reservas internacionales brutas	15.157	18.997	20.281	45,5	49,0	12,1	
VI. Saldo de reservas internacionales netas	15.153	18.993	20.277	45,5	49,0	12,1	
Meses de importación de bienes	8,5	8,1	7,7				
Meses de importación de bienes y servicios	6,9	6,8	6,4				
PIB nominal en millones de dólares	33.335	38.783	167.178				
VII. Variación de reservas internacionales netas	151	3.430	4.713				3.279,4

(pr) preliminar.

(proy) proyección.

(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.

Cuadro 27
Exportaciones clasificadas por principales productos
y sectores económicos ^{a/}

	Millones de dólares		Variación		Contribución al crecimiento	
	I trim. 06	I trim. 07 (pr)	Absoluta ^{b/}	Porcentaje	Puntos porcentuales	Porcentaje
Exportaciones tradicionales	2.691	2.823	132	4,9	2,4	20,0
Café	369	436	67	18,1	1,2	10,1
Petróleo y sus derivados	1.447	1.319	(129)	(8,9)	(2,4)	(19,4)
Carbón	700	928	228	32,5	4,2	34,4
Ferroniquel	173	140	(33)	(19,3)	(0,6)	(5,0)
Exportaciones no tradicionales^{c/}	2.763	3.293	530	19,2	9,7	80,0
Oro no monetario	89	47	(42)	(47,0)	(0,8)	(6,3)
Esmeraldas	21	26	4	19,4	0,1	0,6
Resto	2.653	3.221	567	21,4	10,4	85,7
Sector agropecuario	491	626	135	27,5	2,5	20,4
Sector industrial	2.002	2.406	404	20,2	7,4	61,0
Sector minero	161	189	28	17,5	0,5	4,3
Total exportaciones	5.454	6.116	662	12,1	12,1	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 y DANE.

período del presente año. Esta disminución en los volúmenes fue compensada por un mayor precio (entre enero y marzo el precio implícito de exportación se elevó de US\$2,3 la libra a US\$5,2 la libra).

- Los menores volúmenes exportados de derivados del petróleo (26%) y el descenso en el precio de exportación del *fuel oil* (21,9%) y del crudo (4,4%).

Con respecto a las exportaciones no tradicionales⁴⁴, durante el primer trimestre de 2007 éstas ascendieron a US\$3.293 m, con un incremento de US\$530 m (19,2%). Su dinamismo estuvo caracterizado por las mayores ventas de manufacturas, que sumaron US\$2.406 m (con un crecimiento anual de 20,2%). Las exportaciones agropecuarias y mineras alcanzaron US\$626 m y US\$189 m, respectivamente, y registraron variaciones anuales de 27,5% y 17,5%, en su orden.

⁴⁴ Las exportaciones de oro no monetario y esmeraldas se reclasificaron en el grupo de exportaciones no tradicionales. Esta reclasificación facilita la comparación de las estadísticas de exportaciones no tradicionales que publica el DANE y las que reporta el Banco de la República en la balanza de pagos.

Por destino geográfico, las exportaciones no tradicionales se dirigieron hacia los mercados de Venezuela (material de transporte, carne bovina, productos químicos y confecciones, entre otros), y a los países miembros de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC), en especial a Suiza (oro en desuso). También en este período se destacaron las exportaciones a China (productos de la industria de metales comunes). Por su parte, las ventas al mercado de los Estados Unidos registraron una disminución del 14,7%, principalmente de productos de los sectores industrial y minero (Cuadro 28).

Cuadro 28
Exportaciones de bienes no tradicionales de Colombia
por país de destino (pr)
Enero - marzo 2007

	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	China	Resto	Total
Crecimiento porcentual anual del valor en dólares									
Total	(5,6)	64,6	4,3	(22,8)	35,7	(15,7)	115,8	20,9	12,1
Tradicionales	(0,6)	9,1	19,5	(20,8)	37,9	(83,2)	(12,9)	12,7	4,9
No tradicionales	(14,7)	64,9	4,2	(29,8)	31,7	5,7	48,7	30,0	19,2
Sector agropecuario	0,5	166,6	74,3	22,1	22,5	(14,7)	(11,1)	18,6	27,5
Sector industrial	(13,3)	51,0	12,1	(5,7)	46,6	5,6	n.a	23,7	20,2
Alimentos, bebidas y tabaco	(33,5)	23,6	5,3	(10,9)	145,8	(52,1)	n.a	34,5	12,9
Hilados y tejidos	(7,7)	15,4	(3,6)	n.a	(42,9)	2,0	(20,0)	17,1	9,9
Confecciones	(9,1)	131,5	5,1	(69,4)	(38,9)	31,7	n.a	(16,6)	16,2
Productos plásticos y de caucho	7,4	65,9	0,5	n.a	(24,1)	0,0	n.a	25,6	22,4
Cuero y sus manufacturas	(5,4)	206,0	(0,5)	75,7	78,3	(8,1)	460,5	14,8	32,1
Madera y sus manufacturas	(14,2)	121,0	1,9	n.a	0,0	(41,4)	n.a	34,9	41,9
Artes gráficas y editoriales	(1,7)	48,2	5,5	80,5	0,0	32,5	n.a	3,1	13,9
Industria química	(9,5)	25,0	17,2	(8,2)	0,0	0,0	130,3	22,2	17,1
Minerales no metálicos	10,8	54,2	37,8	400,0	(41,2)	(14,0)	n.a	11,3	19,8
Industria de metales comunes	(17,2)	32,1	25,9	(82,4)	(91,7)	11,4	n.a	21,7	12,6
Maquinaria y equipo	(9,7)	61,4	31,9	(100,0)	0,0	n.a	n.a	85,0	54,8
Material de transporte	(77,5)	51,2	3,8	n.a	n.a	n.a	(100,0)	30,0	30,6
Aparatos de óptica, cine y otros	(52,9)	127,8	(0,9)	n.a	(50,0)	(51,1)	n.a	28,5	2,1
Otras industrias	5,3	145,8	(14,6)	81,8	106,5	(8,8)	n.a	2,2	26,6
Sector minero ^{a/}	(45,3)	77,5	(50,7)	(84,1)	353,3	475,0	n.a	n.a	(3,4)
Valor de las exportaciones enero-marzo de 2007 (millones de dólares)									
Total	2.222,9	850,0	297,6	68,8	105,7	119,7	107,8	2.343,8	6.116,3
Tradicionales	1.505,5	3,4	1,8	54,5	69,7	5,7	40,9	1.141,5	2.823,0
No tradicionales	717,4	846,6	295,7	14,4	36,0	114,0	66,9	1.202,3	3.293,3
Sector agropecuario	268,7	164,1	1,3	6,8	23,1	0,3	0,1	161,6	625,9
Sector industrial	365,6	679,4	276,7	6,3	12,2	113,4	66,8	885,2	2.405,7
Sector minero ^{a/}	83,0	3,2	17,8	1,3	0,7	0,2	0,0	155,5	261,7
Contribución en puntos porcentuales al crecimiento									
Total	(2,4)	6,1	0,2	(0,4)	0,5	(0,4)	1,1	7,4	12,1
Tradicionales	(0,2)	0,0	0,0	(0,3)	0,4	(0,5)	0,7	2,4	2,4
No tradicionales	(2,3)	6,1	0,2	(0,1)	0,2	0,1	0,4	5,1	9,7
Sector agropecuario	0,0	1,9	0,0	0,0	0,1	(0,0)	(0,0)	0,5	2,5
Sector industrial	(1,0)	4,2	0,5	(0,0)	0,1	0,1	0,4	3,1	7,4
Sector minero ^{a/}	(1,3)	0,0	(0,3)	(0,1)	0,0	0,0	0,0	1,5	(0,2)

(n.a.) no aplica.

(pr) preliminar.

a/ Incluye oro y esmeraldas.

Fuente: DANE y Banco de la República.

En cuanto a las importaciones, el 42,8% de su crecimiento se explica por las compras de bienes de capital, que aumentaron 36,8% (US\$700 m) con respecto al primer trimestre de 2006, en particular, gracias a las mayores adquisiciones de equipos de transporte. Así mismo, el 36,3% del incremento de las importaciones correspondió a bienes intermedios, que aumentaron 24,7% (US\$594 m), en las que sobresalen las adquisiciones de productos químicos, farmacéuticos y mineros. Por su parte, las compras externas de bienes de consumo contribuyeron en un 20,9% al aumento de la importaciones totales, con un crecimiento de 34,8% (US\$342 m), impulsadas por las mayores compras externas de vehículos de transporte, máquinas y aparatos de uso doméstico, productos farmacéuticos y de tocador (Cuadro 29).

El Recuadro 2 presenta un análisis un poco más detallado del tipo de bienes que el país y, en particular los exportadores, están comprando al exterior, beneficiándose de alguna forma de los menores costos en pesos de los equipos, que supone la revaluación.

Cuadro 29
Importaciones FOB según clasificación Cuode (pr)^{a/}

	Enero-marzo		Variación		Contribución al crecimiento	
	2006 ^{b/}	2007 ^{b/}	Absoluta ^{a/}	Porcentual	Puntos porcentuales	Porcentaje
Bienes de consumo	980,7	1.322,4	341,6	34,8	6,5	20,9
Duraderos	531,3	759,4	228,1	42,9	4,3	13,9
No duraderos	449,5	563,0	113,5	25,3	2,1	6,9
Bienes intermedios	2.405,4	2.999,2	593,8	24,7	11,2	36,3
Combustibles y lubricantes ^{c/}	196,9	173,8	(23,1)	(11,7)	(0,4)	(1,4)
Para la agricultura	183,8	225,6	41,8	22,8	0,8	2,6
Para la industria	2.024,7	2.599,8	575,1	28,4	10,9	35,1
Bienes de capital	1.902,2	2.602,6	700,4	36,8	13,2	42,8
Materiales de construcción	106,6	145,2	38,7	36,3	0,7	2,4
Para la agricultura	12,7	17,7	5,0	39,3	0,1	0,3
Para la industria	1.168,7	1.504,7	336,0	28,8	6,4	20,5
Equipo de transporte	614,2	934,9	320,7	52,2	6,1	19,6
Bienes no clasificados	2,1	4,3	2,2	101,4	0,0	0,1
Importaciones totales	5.290,4	6.928,4	1.638,0	31,0	31,0	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.

Por otra parte, el desbalance comercial en servicios por US\$514 m (1,4% del PIB trimestral) fue superior al del primer trimestre de 2006, cuando se situó en 1,3% del PIB trimestral. El resultado deficitario de 2007 se originó en el comportamiento del rubro de servicios de transporte (fletes y pasajes), los cuales están relacionados básicamente con la dinámica de crecimiento de las importaciones.

Cabe anotar que en el valor global del comercio exterior de servicios (exportaciones más importaciones) sobresalen por su participación las actividades relacionadas con transporte, viajes, servicios empresariales y de construcción, al generar el 86,7% de los ingresos y el 83,2% de los egresos.

El déficit de la balanza de servicios no factoriales y el del rubro de renta de los factores se compensaron parcialmente con los ingresos netos de transferencias corrientes, que ascendieron a US\$1.206 m. Estas transferencias corresponden a:

- Ingresos por remesas de trabajadores, que sumaron US\$969 m, con una variación anual de 13,2% (US\$113 m). Estos recursos representaron el 2,5% del PIB trimestral y el 11,1% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos,
- Los ingresos recibidos por donaciones de US\$244 m, destinadas principalmente a organismos no gubernamentales e instituciones sin ánimo de lucro, con una variación anual de US\$95 m (66%),
- Ingresos por donaciones y otras transferencias recibidas por el Gobierno nacional por un monto de US\$85 m, y
- Egresos por transferencias totales por US\$92 m.

2. Cuenta de capital y financiera

Entre enero y marzo del presente año la cuenta de capital y financiera presentó ingresos netos de recursos a la economía por US\$4.998 m, suma superior en US\$4.224 m a la obtenida en el mismo período de 2006, cuando se recibieron US\$774 m. En particular, estas entradas netas corresponden a ingresos, básicamente por concepto de inversión extranjera directa de US\$2.535 m y por endeudamiento externo de US\$2.486 m (Cuadro 30).

Durante el primer trimestre de 2007 la economía colombiana obtuvo US\$2.342 m (6,0% del PIB trimestral) por ingresos netos del exterior por concepto de inversión extranjera directa, cifra que duplica lo registrado un año atrás, cuando se recibieron US\$1.171 m. Por actividad económica, los

Cuadro 30
Balanza de capital y financiera
(millones de dólares)

	2005	I trim. 2006	2007 (pr)	2007 (proy)
Cuenta de capital y financiera (a + b + c + d)	(270)	774	4.998	11.323
a. Inversión extranjera neta en Colombia	829	995	2.535	6.589
Extranjera en Colombia	878	1.171	2.342	7.534
Colombiana en el exterior	(49)	(176)	193	(946)
b. Total sector público	(1.243)	(822)	622	2.722
No financiero	(1.002)	(739)	614	3.039
Financiero	(241)	(83)	9	(318)
c. Total sector privado sin IED	144	601	1.864	2.060
Largo plazo	(198)	(255)	91	1.071
Corto plazo	342	856	1.773	990
d. Otros flujos de capitales	(0)	0	(23)	(47)

(pr) preliminar.
(proy) proyección.
Fuente: Banco de la República.

principales sectores receptores de los recursos del exterior fueron la industria manufacturera, con US\$841 m, y las de carbón y petróleo, con US\$583 m y US\$404 m, respectivamente. Los recursos extranjeros también fueron canalizados, aunque en menor medida, hacia los sectores de las telecomunicaciones y de transporte, y el comercio, que en conjunto recibieron US\$412 m. Por su parte, por el concepto de inversiones directas colombianas en el exterior ingresaron US\$193 m por reembolsos de capital, originados especialmente en operaciones de empresas industriales.

A marzo de 2007 se observó un aumento en la posición deudora neta de la economía colombiana frente al resto del mundo, el cual representó ingresos por US\$2.486 m, frente a salidas netas de US\$221 m en 2006. Como se muestra en el Cuadro 30, el sector privado registró entradas netas por US\$1.864 m y el público por US\$622 m.

Cabe mencionar que los ingresos netos de los recursos del sector privado sin IED se originaron especialmente en operaciones de corto plazo, tanto por deuda externa como por flujos de capital de portafolio (US\$1.773 m). Se destaca que el financiamiento de corto plazo se asocia, en parte, con el crecimiento de la actividad comercial, en particular con el de las importaciones.

Durante este período las entidades públicas recibieron desembolsos por US\$1.678 m y realizaron amortizaciones por US\$717 m, principalmente,

por nuevas contrataciones a corto plazo y pagos de obligaciones relacionadas con bonos y préstamos con la banca comercial y entidades multilaterales. De igual manera, la constitución de activos externos por US\$383 m por parte de entidades públicas, que equivalen a la realización de inversiones financieras por US\$678 m efectuadas por entidades no financieras, financieras y otras instituciones públicas, y a la liquidación de inversiones por US\$295 m realizada, básicamente, por la Tesorería General de la República.

3. Variación de las reservas internacionales

A finales de marzo de 2007 el saldo de las reservas internacionales brutas en poder del Banco de la República ascendió a US\$18.997 m; 2,6 veces el saldo de la deuda externa de corto plazo según el vencimiento original y 1,7 veces las amortizaciones de la deuda externa que tienen vencimiento residual en un año⁴⁵.

En este período se acumularon reservas brutas por US\$3.557 m, de las cuales US\$3.430 m se originaron en transacciones de la balanza de pagos, y US\$85 m y US\$42 m en valorizaciones por precios y por tipo de cambio, respectivamente.

B. Perspectivas de la balanza de pagos para 2007

Para 2007 se proyecta un déficit en cuenta corriente de US\$6.610 m (4,0% del PIB anual), lo cual supone una corrección en el desbalance externo, frente a lo registrado en el primer trimestre del año (4,6% del PIB) (Cuadro 26). Esta mejoría en el déficit supone una desaceleración en el ritmo de crecimiento de las importaciones, el cual estaría asociado con el menor dinamismo esperado del consumo privado por efecto de la transmisión del alza de tasas a la economía. Así mismo, para el resto del año se espera que los ingresos de los próximos trimestres por concepto de exportaciones superen a los registrados en el primer trimestre del año, por efecto de los continuos aumentos en los precios internacionales de productos básicos.

Se prevé que el déficit que se genere en la cuenta corriente en 2007 será más que financiado por recursos provenientes de inversión extranjera directa neta y por los flujos de capital tanto del sector público como del sector privado. Con respecto a los flujos de capital de IED, el proceso de privatizaciones y de venta de empresas privadas a conglomerados del exterior continuó con fuerza durante 2007 y se calcula que en términos netos los recursos por este concepto superarán los US\$6.500 m.

⁴⁵ Se incluye el saldo total de las obligaciones contratadas a un año o menos y las amortizaciones de las deudas adquiridas a un plazo mayor a un año.

Por otro lado, como se muestra en el Cuadro 30, se espera que a partir del segundo semestre de 2007, se comiencen a evidenciar los efectos de las medidas adoptadas por el Banco de la República y el Gobierno para desincentivar la entrada de capitales especulativos (de corto plazo), que ingresaban a la economía atraídos por el diferencial de rentabilidad externa-interna. Es por esta razón que para todo el año se proyectan ingresos de capital del sector privado (excluyendo IED) por valor de US\$2.060 m, mientras que a marzo su valor equivalió a US\$1.864 m.

Por último, se calcula que el saldo de la deuda externa total del país a diciembre de 2007 ascienda a US\$45.006 m (26,9% del PIB anual), del cual US\$29.276 m (65%) corresponderían a la deuda del sector público y US\$15.730 m (35%) a la deuda externa del sector privado (Cuadro 31).

Cuadro 31
Saldo de la deuda externa de Colombia

	Millones de dólares					Porcentaje del PIB ^{a/}				
	2003	2004	2005	2006 (pr)	2007 (proy)	2003	2004	2005	2006 (pr)	2007 (proy)
Saldo total	38.008	39.441	38.456	40.039	45.006	47,8	40,2	31,3	29,4	26,9
Sector público	24.527	25.779	24.133	26.215	29.276	30,9	26,3	19,6	19,3	17,5
Sector privado	13.480	13.662	14.324	13.825	15.730	17,0	13,9	11,7	10,2	9,4
1. Mediano y largo plazos	34.689	34.530	32.833	34.551	38.684	43,7	35,2	26,7	25,4	23,1
a. Sector público según										
prestatario	24.228	25.321	23.677	25.948	29.018	30,5	25,8	19,3	19,1	17,4
Sector público no										
financiero	23.634	24.856	23.253	25.785	28.722	29,7	25,3	18,9	19,0	17,2
Gobierno	20.663	22.320	20.852	23.466	24.278	26,0	22,8	17,0	17,3	14,5
Entidades descentralizadas	2.970	2.536	2.401	2.319	4.445	3,7	2,6	2,0	1,7	2,7
Sector público financiero	594	465	424	163	295	0,7	0,5	0,3	0,1	0,2
b. Sector privado	8.357	7.180	7.100	6.619	7.682	10,5	7,3	5,8	4,9	4,6
Financiero	166	151	516	386	1.349	0,2	0,2	0,4	0,3	0,8
No financiero	8.191	7.030	6.583	6.233	6.333	10,3	7,2	5,4	4,6	3,8
c. Arrendamiento financiero	2.104	2.029	2.056	1.984	1.984	2,6	2,1	1,7	1,5	1,2
Público	76	67	56	49	41	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Privado	2.028	1.962	2.000	1.935	1.943	2,6	2,0	1,6	1,4	1,2
2. Corto plazo	3.319	4.911	5.623	5.488	6.322	4,2	5,0	4,6	4,0	3,8
a. Sector público	224	391	399	218	218	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1
b. Sector privado	3.095	4.520	5.224	5.270	6.105	3,9	4,6	4,3	3,9	3,7
Memo ítem:										
Saldo total sin arrendamiento										
financiero	35.904	37.413	36.400	38.056	43.022	45,2	38,2	29,6	28,0	25,7
Público	24.452	25.712	24.077	26.166	29.235	30,8	26,2	19,6	19,2	17,5
Privado	11.452	11.701	12.323	11.890	13.786	14,4	11,9	10,0	8,7	8,2

(pr) preliminar.

(proy) proyección.

a/ Calculado con base en el tipo de cambio de fin de período.

Fuente: Banco de la República.

RECUADRO 2

DINÁMICA DE LAS IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES, 2005-2006

La apreciación del peso colombiano frente al dólar ha generado una reducción de los ingresos de los exportadores en moneda local. Según diversos gremios empresariales¹, entre enero y marzo de 2007 las exportaciones crecieron 21% en volumen, pero sólo recibieron un 5% adicional en pesos. Esto ha significado para las firmas exportadoras menores ingresos en pesos y, por tanto, una reducción en su margen de ganancia o en algunos casos pérdidas operacionales. La tasa de cambio nominal peso/dólar (fin de período) se revaluó 4,4% en 2005, 1,9% en 2006 y 25,5% en la primera mitad del presente año.

Por otra parte, la revaluación ha beneficiado a diversos agentes económicos, principalmente de dos formas: i) mediante la disminución de la posición deudora de las firmas que tienen obligaciones financieras en moneda extranjera, al reducir el pago de intereses y capital en pesos por sus pasivos externos y facilitar un mayor acceso al crédito, y ii) por medio de la reducción del costo en pesos del valor de las importaciones, lo cual favorece a los consumidores con menores precios y a aquellas empresas que importan bienes intermedios y equipo de capital, al mejorar su competitividad en los mercados interno y externo.

De los beneficios mencionados sobresale la posibilidad que tienen las empresas exportadoras de recuperar parte de la competitividad que pierden con la revaluación, a través de importaciones de materias primas y bienes de capital, a menores precios en pesos, como resultado de la misma revaluación.

Dada la importancia de este efecto, en este recuadro se busca conocer y cuantificar qué importan las empresas exportadoras colombianas. Con este propósito se seleccionó un grupo de firmas exportadoras a partir de los datos de la base de comercio exterior del DANE y la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) para los años 2005 y 2006. Para la identificación de esta muestra, que contiene 2.600 empresas, se cruzó el detalle de la información de exportaciones e importaciones (NIT, productos, valores, sectores, entre otros).

Los resultados generales indican que la muestra seleccionada aporta cerca del 90% y 53% en el valor total de exportaciones e importaciones, respectivamente. Según la Clasificación por uso o destino económico (Cuode), estas empresas importan en su mayoría

¹ Asociación Nacional de Comercio Exterior (Analdex), junio de 2007.

materias primas e insumos para la industria, maquinaria industrial, equipo de transporte y bienes de consumo duraderos.

Utilizando la muestra mencionada, según la Cuode, a continuación se presenta la cuantificación y descripción de las importaciones efectuadas por empresas exportadoras agrupadas por sectores. Posteriormente, se comenta de manera general las compras del exterior de las firmas exportadoras según uso o destino económico. Finalmente, se describen los principales sectores exportadores que efectúan importaciones.

I. Importaciones según Cuode de las empresas exportadoras colombianas, 2005-2006

El Cuadro R2.1 muestra para los años 2005 y 2006 la participación de las importaciones de las empresas exportadoras en el valor total importado y en la de las diferentes agrupaciones de bienes según la Cuode. La contribución del valor importado por las firmas exportadoras en el monto total de las compras externas se situó en cerca del 53%.

Cuadro R2.1
Importaciones totales según firmas exportadoras y no exportadoras
2005-2006

Firmas	Millones de dólares FOB						Participación porcentual		Variación porcentual	
	Exportadoras		No exportadoras		Total		Exportadoras		Exporta- Total	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2006	2006
Importaciones										
Bienes de consumo	1.501	1.996	2.172	2.925	3.673	4.921	40,9	40,6	32,9	34,0
No duraderos	733	928	982	1.230	1.715	2.158	42,8	43,0	26,5	25,8
Duraderos	768	1.067	1.190	1.695	1.958	2.762	39,2	38,6	39,1	41,1
Materias primas e insumos	6.055	7.281	2.699	3.396	8.754	10.677	69,2	68,2	20,2	22,0
Combustibles	499	596	21	57	520	653	96,1	91,3	19,4	25,7
Para la agricultura	385	447	282	315	668	762	57,7	58,6	15,9	14,1
Para la industria	5.171	6.238	2.396	3.024	7.567	9.262	68,3	67,4	20,6	22,4
Bienes de capital	2.983	3.749	4.376	5.174	7.359	8.923	40,5	42,0	25,7	21,2
Materiales de construcción	190	262	207	259	397	521	47,8	50,4	38,1	31,2
Para la agricultura	19	23	40	33	59	57	32,0	41,0	23,4	(3,7)
Para la industria	1.611	1.894	3.002	3.508	4.613	5.403	34,9	35,1	17,6	17,1
Equipo de transporte	1.163	1.569	1.126	1.374	2.290	2.942	50,8	53,3	34,9	28,5
Diversos	2	3	11	11	13	14	13,7	19,2	55,5	10,7
Total	10.541	13.027	9.258	11.507	19.799	24.534	53,2	53,1	23,6	23,9

Fuente: DIAN, DANE.

En 2006 las importaciones de estas firmas crecieron 23,6% (US\$2.486 m) y contribuyeron con 53,1% del incremento global del valor importado en ese año. El aumento más elevado se presentó en las compras de materias primas e insumos para la industria (20,6%, US\$1.067 m), seguido por las de equipo de transporte (34,9%, US\$405 m), bienes de consumo duradero (39,1%, US\$300 m) y bienes de capital para la industria (17,6%, US\$283 m).

Gráfico R2.1
Importaciones de las empresas exportadoras: según uso o destino económico (estructura porcentual, 2006)



Fuente: DIAN y DANE.

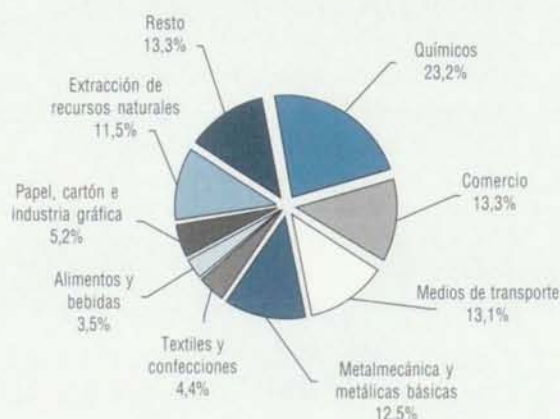
Según la Cuode, en 2006 la mayor participación de las compras al exterior realizadas por las empresas exportadoras corresponde a combustibles y lubricantes, al adquirir el 91,3% del valor de las importaciones de estos productos. Le siguen con más del 50% de participación las materias primas e insumos para la industria (67,4%), bienes intermedios para la agricultura (58,6%), equipo de transporte (53,3%) y equipo de capital para la construcción (50,4%). Otras compras externas de estas firmas que sobresalen son las de bienes de consumo y equipo de capital para la industria, las cuales generaron, en su orden, el 40,6% y 35,1% del valor total importado por este tipo de bienes.

En 2006, en dólares, las mayores importaciones de las firmas exportadoras se concentran en la adquisición de materias primas e insumos y equipo de capital para la industria, que en conjunto suman US\$8.132 m y generan el 62,4% del valor total importado por estas firmas (Gráfico R2.1). Otras compras externas que se destacan son las de equipo de transporte y bienes de consumo duradero, con el 12% y 8,2% del monto total importado por este grupo de empresas.

II. Importaciones de los sectores exportadores

El Gráfico R2.2 ordena las mayores importaciones efectuadas por sectores exportadores. En 2006 la distribución muestra lo siguiente:

Gráfico R2.2
**Importaciones de los sectores
 exportadores: distribución porcentual, 2006**



Fuente: DIAN y DANE.

- *Fabricación de productos y sustancias químicas, caucho y plástico* adquirió el 23,2% (US\$3.028 m) del valor total importado por las firmas exportadoras. Sus compras externas se concentran en la adquisición de bienes de consumo e intermedios para su distribución en el mercado local y para la fabricación y comercialización de manufacturas de cau-

cho y plástico, y productos químicos. Sobresalen las adquisiciones de:

- Materias primas e insumos, en particular, alcoholes, propileno, polietileno, vinilos y placas de plástico.
- Bienes de consumo no duraderos tales como medicamentos y farmacéuticos, cosméticos, jabones, productos de plástico y de caucho, plaguicidas y sustancias químicas de uso agropecuario.
- *El sector comercio* importó US\$1,732 m, representando el 13,3% de las importaciones de las firmas exportadoras, adquiriendo básicamente bienes de consumo, insumos industriales y equipo de capital para su comercio en el mercado nacional. Las principales importaciones son:
 - Bienes de consumo, especialmente, medicamentos, alimentos y prendas de vestir, productos de aseo y belleza, y electrodomésticos y equipos de oficina.
 - Insumos industriales y agrícolas, tales como urea, cloruros, nitratos, insecticidas, herbicidas, concentrados para animales.
 - Equipo de capital tales como tractores, computadores y equipo de oficina.
- *Fabricación y comercialización de medios de transporte* adquirió cerca del 13,1% (US\$1.711 m) del monto total importado por las empresas de exportación. Entre sus importaciones sobresalen las partes y accesorios para ensamblar, vehículos ensamblados,

y equipo de transporte para su distribución en el mercado local. Entre los productos importados se destacan:

- Volquetas, automotores, tractores, camiones, grúas, chasis de vehículos automóviles, partes y accesorios, y ruedas.
- *Industrias de metalmecánica, metálicas básicas y maquinaria y equipo* importaron US\$1.629 m, que corresponden al 12,5% del valor importado por las firmas exportadoras. Compraron, principalmente, bienes intermedios y equipo de capital para el tratamiento y revestimiento de metales para actividades de ingeniería mecánica, transformación de hierro y acero y procesamiento de láminas de acero. Entre sus compras externas sobresalen:
 - Productos laminados de hierro y acero, alambres de cobre y aluminio, y conductores eléctricos.
 - Recipientes de fundición de hierro, máquinas de moldear, impresoras, ascensores, montacargas, palas cargadoras, máquinas autopropulsadas, partes y piezas para máquinas, aparatos elevadores, aplanadoras, rodillos y cortadoras.
- *Extracción de recursos naturales* adquirió el 11,5% (US\$1.496 m) del total de las compras externas de las firmas exportadoras. Importan, básicamente, maquinaria y equipo para la explotación de petróleo y sus derivados, carbón y ferróníquel, así como combustibles y lubricantes para su distribución en el mercado interno. Se destacan las compras externas de:
 - Taladros, palas cargadoras, topadoras (*bulldozers*), máquinas autopropulsadas, partes y piezas para máquinas, bandas transportadoras, aplanadoras y excavadoras.
 - Importaciones de combustibles efectuadas por Ecopetrol y otras empresas exportadoras dedicadas a la explotación de carbón y a la comercialización de combustibles. De este monto sobresalen las compras de gasoil, aceites crudos de petróleo y aceites base para lubricantes.
- *Textiles y confecciones* importó US\$570 m, representando el 4,4% del total de las compras externas de las empresas exportadoras. Adquieren, principalmente, materias primas y maquinaria especializada para la confección de prendas de vestir y manufacturas de cuero. Las principales importaciones son:
 - Hilados, telas, tejidos de mezclilla (*denim*), algodón, pigmentos, tinturas y otros derivados del petróleo.

- Maquinaria y equipo especializados tales como secadoras, máquinas de coser, centrifugadoras, estampadoras y cortadoras.
- *Alimentos y bebidas* compraron del exterior el 3,5% (US\$460 m) del monto total importado por las firmas exportadoras. Sus importaciones se concentran en insumos y bienes de capital para la elaboración de productos alimenticios. Sus productos de importación más relevantes son:
 - Aceites, esencias, jarabes, levaduras, trigo, soya, maíz y sustancias químicas.
- *Fabricación de papel, cartón e industria gráfica* importaron US\$671 m, representando el 5,2% de la suma total de importaciones de las empresas exportadoras. Compran principalmente insumos tales como pulpa para papel y cartón, papeles y cartones para imprenta y escritura, así como maquinaria especializada para la producción de papel para escritura e impresión.

Vale la pena destacar que en 2006 los sectores exportadores mencionados vendieron al exterior US\$18.839 m, con un crecimiento anual de 15,1%, similar al registro en el total exportado. En la suma global de las exportaciones del país (US\$24.390 m) estas firmas aportaron el 77%. De los US\$18.839 m exportados en 2006 por estas empresas el 50,7% correspondió a productos tradicionales y el 49,3% a no tradicionales.

Las exportaciones de productos no tradicionales realizadas en 2006 por estos sectores contribuyeron con el 75,5% de las ventas totales de este tipo de bienes, y con el 71% (US\$1.422 m) del aumento global registrado para estas exportaciones en 2006. De este grupo de sectores los que más exportan son:

- Las comercializadoras, con US\$2.142 m, monto equivalente al 17,4% de las ventas externas de productos no tradicionales efectuadas por estas empresas en 2006.
- El sector de químicos, caucho y plástico, con US\$2.108 m, es decir, el 17,1% del monto total.
- Las firmas que pertenecen a las industrias de metalmecánica, metálicas básicas y maquinaria y equipo, al vender US\$1.450 m (11,8% del valor total).
- Otros sectores con importantes valores exportados son el textil y de confecciones (US\$1.097 m), alimentos y bebidas (US\$900 m) y papel e industrias gráficas (US\$777 m).

En términos de las exportaciones efectuadas por los sectores a los que pertenecen las actividades analizadas, es de resaltar que en su totalidad el ritmo de crecimiento de sus ventas se ha aumentado o mantenido durante 2006 y el primer trimestre de 2007; así, sobresale el dinamismo de las ventas externas de la actividad comercial (187% y 39,5%); del sector químico, caucho y plástico (14,8% y 17,6%); del sector de transporte (15,8% y 30,6%); la industria metalmecánica, de metálicas básicas y maquinaria y equipo (34,4% y 28,1%); la de textiles y confecciones (5,9% y 14,5%); la de fabricación de papel e industria gráfica (16% y 13,9%), y alimentos y bebidas (12,2% y 12,9%) (Cuadro R2.2).

Los anteriores resultados sugieren que el efecto negativo de la apreciación de la tasa de cambio sobre los ingresos en moneda de los exportadores colombianos en Colombia podría haberse atenuado con la reducción del valor en moneda local de las importaciones de materia prima y equipo de capital realizadas por firmas exportadoras para atender el incremento de la demanda externa y del mercado local. Las compras externas de bienes de capital por parte de este grupo de firmas en el futuro deben conducir a un mejoramiento en sus procesos productivos y en la productividad de la economía en su conjunto.

Cuadro R2.2
Variación porcentual de las exportaciones totales
2006-I trim. 07

	Variación porcentual	
	2006	I trim. 07
Exportaciones totales	15,1	12,1
Café	(0,6)	18,1
Carbón	12,1	32,5
Ferroníquel	50,1	(19,3)
Petróleo y sus derivados	13,8	(8,9)
Exportaciones no tradicionales	16,2	19,2
1. Sector agropecuario	9,5	27,5
2. Sector industrial	17,1	20,2
Comercializadoras	187,0	39,5
Fabricación de químicos, caucho y plástico	14,8	17,6
Material de transporte	15,8	30,6
Industria metalmecánica, metálicas básicas, maquinaria y equipo	34,4	28,1
Alimentos, bebidas y tabaco	12,2	12,9
Industria de textiles y confecciones	5,9	14,5
Artes gráficas y editorial	16,0	13,9
Cuero y sus manufacturas	19,4	32,1
Madera y sus manufacturas	19,7	41,9
Minerales no metálicos	22,8	19,8
3. Sector minero	22,9	(3,4)

Fuente: DANE.

RECUADRO 3

MEDICIÓN Y ESTUDIOS SOBRE LA ECONOMÍA DEL NARCOTRÁFICO EN COLOMBIA

El conocimiento de los principales hechos que caracterizan la producción y el comercio internacional de cocaína y de heroína, y el impacto de la política de erradicación de la producción y de interdicción a su comercialización, revisten gran importancia e interés para distintos actores de la economía colombiana interesados ya sea en medir su impacto sobre la economía doméstica o en evaluar la efectividad de los programas de fumigación, erradicación y siembra de cultivos alternativos.

Teniendo en cuenta las restricciones de medición inherentes a toda actividad ilegal, esta reseña describe los principales aspectos y estadísticas disponibles sobre la actividad del narcotráfico en Colombia, en cuanto a producción, comercio exterior y reintegro de utilidades de narcóticos en la economía colombiana, de acuerdo con diferentes fuentes de información¹. Cabe señalar que, aunque los documentos consultados incluyen en su análisis la producción, procesamiento y exportación de heroína y marihuana, la descripción de estadísticas se centra en la hoja de coca, base de coca y cocaína.

La elaboración de la cocaína es una cadena de valor agregado que se inicia con la siembra de cultivos de coca, continúa con la transformación de la hoja de coca en pasta básica y base de cocaína, y posteriormente con la conversión de la base de cocaína en clorhidrato de cocaína o cocaína pura.

En cuanto a la *producción de hoja de coca*, las estadísticas se centran en la medición de las áreas cultivadas con plantas de coca, basados principalmente en ayudas satelitales y fotografías. Una vez descontadas las áreas de cultivo erradicadas o fumigadas, se llega a una cifra de área neta cultivada de coca que para el año 2006 el Sistema Integral de Monitoreo de Cultivos Ilícitos (Simci)-Oficina de las Naciones Unidas Contra la Droga y el Delito (Unodc) ubica en 78.000 hectáreas y el Gobierno estadounidense estima en 157.200 ha, con una diferencia de 79.200 ha. Cabe señalar que estas dos fuentes de información presentaron una diferencia estable y con una misma tendencia hasta 2004, similitud que

¹ R. Rocha y M. Clemencia Ramírez, 2005, "Impactos de la economía ilícita de la droga: estudio para Colombia", Usaid; Daniel Mejía y Carlos E. Posada, "Cocaine Production and Trafficking: what do we Know?", Borradores de Economía núm. 444, Banco de la República, 2007; Oficina de las Naciones Unidas Contra la Droga y el Delito (Unodc) y Sistema Integral de Monitoreo de Cultivos Ilícitos (Simci), "Colombia, censo de cultivos de coca" varios años: junio de 2007, junio de 2006, junio de 2005, junio de 2004; Unodc, Simci, Dirección Nacional de Estupefacientes: "Características agro culturales de los cultivos de coca en Colombia"; DANE, Cuentas nacionales, Reporte 2007; Gobierno de los Estados Unidos, Unodc "World Drug Report", varios años, 2004, 2005, 2006, 2007.

se pierde en 2005 debido a que el Estado estadounidense menciona haber incorporado en su seguimiento satelital una mayor área de cultivo, utilizar instrumentos satelitales de mayor precisión y hacer un seguimiento de la evolución de los cultivos erradicados de manera a descartar replantación de cultivos ilícitos, entre otros factores.

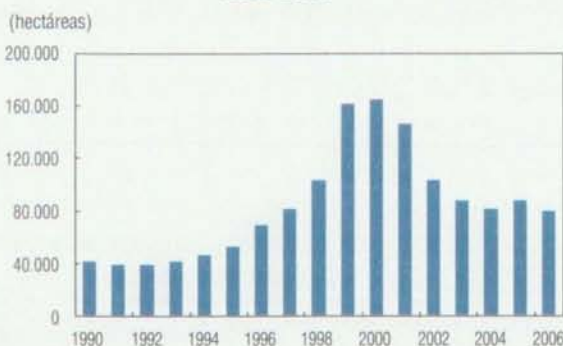
De acuerdo con los reportes del Simci-Unodc, los cultivos de coca en Colombia alcanzaron una cifra récord de 163.300 ha en 2000, y posteriormente descendieron en 2003 a 86.000 ha, con una reducción de 47%. En 2005 se observó un aumento del área de cultivo, para ubicarse en 2006 en 78.000 ha. En el período 2001-2003, la tasa promedio de variación de los cultivos fue de -18,9% anual, frente al -2,9% registrada de 2004 a 2006, con lo cual en el período comprendido entre 2000 y 2006 se habría registrado una disminución de los cultivos de coca del 52%, Gráfico R3.1.

El importante descenso de los cultivos de coca en los últimos años responde al proceso de erradicación llevado a cabo por las autoridades. En los tres primeros años de la presente década se observó una tasa promedio de crecimiento anual de 52% de las hectáreas erradicadas acumuladas, las cuales pasaron de 62.000 ha en 2000 a 153.000 ha en 2002, cifra récord hasta ese año en el total de hectáreas erradicadas, destacándose de manera importante la erradicación manual.

En cuanto a la distribución por regiones, la disminución de los campos de coca observada entre 2001² y 2006 (47%), es un reflejo de una menor área cultivada en casi todo del país, con excepción de la región del Pacífico, la cual incrementó la extensión de sus cultivos de coca en 68%, en el período mencionado. En contraste, los cultivos

Gráfico R3.1

Colombia: área sembrada de coca, 1990-2006 a/, b/



a/ Que se puede cosechar después de la erradicación.

b/ Las estimaciones para 1999 y años posteriores proceden del sistema nacional de vigilancia establecido por el Gobierno colombiano con el apoyo de la Onudc. La modificación de la metodología impide que las cifras de 1999 y años posteriores se puedan comparar directamente con los datos de años anteriores.

Fuente: de 1990 a 1998: CICAD y Departamento de Estado de los Estados Unidos, "Informe sobre la estrategia internacional para la fiscalización de estupefacientes"; de 1999 a 2005: Sistema Integrado de Monitoreo de Cultivos Ilícitos (Simci), apoyado por la Oficina de las Naciones Unidas Contra la Droga y el Delito (Unodc, por su sigla en inglés).

² No hay cifras por regiones antes de 2001.

en las regiones Putumayo-Caquetá y Meta-Guaviare cayeron en 44.415 ha y 16.438 ha respectivamente, representando el 91% de la disminución total registrada en Colombia entre dichos años. Actualmente este tipo de cultivos ilícitos está presente en 23 de los 32 departamentos del país (Simci, 2006) (Cuadro R3.1).

El seguimiento de la actividad ligada al narcotráfico requiere de una estimación de la *producción potencial de cocaína*, que se realiza a partir de las áreas cultivadas netas y de los coeficientes técnicos de productividad de la producción de planta de coca y su conversión en base de coca y posteriormente en cocaína. Estos coeficientes son calculados con base en el seguimiento de la producción de cocaína por hectárea de coca sembrada y la eficiencia de la producción del alcaloide en laboratorios.

De acuerdo con estos parámetros y los cálculos efectuados por el Simci-Unodc, la producción potencial de cocaína en Colombia en 2006 fue de 610 toneladas métricas, un nivel similar al observado desde 2001 y algo inferior al de 1999 y 2000, cuando se acercaba a 700 toneladas métricas. Los estudios del Simci y la Unodc señalan la posible utilización de nuevas variedades de plantas y de técnicas de producción que habrían elevado la productividad anual de los cultivos de coca y de elaboración de cocaína. De acuerdo con la Oficina de las Naciones Unidas contra la Droga y el Delito (Unodc), en Colombia la producción potencial de cocaína fue de 4,7 kg por hectárea/año hasta 2004, pero cálculos recientes revelan un incremento de productividad. En el reporte de 2006 se estima que la productividad ascendió a 7,4 por ha/año (Gráfico R3.2).

Según dichos estudios, en las zonas de producción de Colombia (Gráfico R3.3) el precio de la cocaína en pesos³ en los tres primeros años de la presente década (2000-2002)

Cuadro R3.1
Colombia: cultivo de coca por regiones
(Hectáreas)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Meta-Guaviare	36.978	36.603	28.977	28.507	25.963	20.540
Pacífico	11.171	17.362	19.561	15.789	17.633	18.807
Central	18.474	14.829	15.389	15.081	15.632	12.131
Putumayo-Caquetá	61.636	22.137	14.789	10.888	13.951	17.221
Orinoco	11.915	7.124	4.357	6.250	9.709	6.829
Otros ^{a/}	4.633	4.016	3.267	3.850	2.862	2.342
Total redondeado	144.807	102.071	86.340	80.365	85.750	77.870

a/ Corresponde a los cultivos de la Sierra Nevada y la región de la Amazonía.
Fuente: Simci, Unodc.

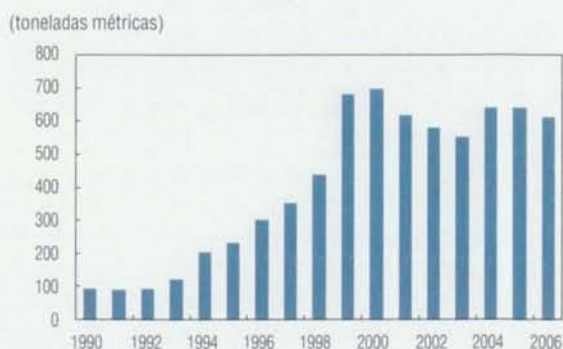
³ Valores constantes de 1991.

registra un crecimiento continuo, con una variación anual promedio de 16,3%. En los dos años siguientes, el precio se estabilizó y mostró incrementos un poco superiores al 2%. Esta dinámica creciente se detuvo, y a partir de 2005 se observó un descenso del precio de la cocaína en Colombia hasta alcanzar niveles similares a los observados entre 2001 y 2002. En el estudio realizado por la Unodc⁴, se sugiere que este comportamiento podría obedecer al aumento de la productividad, pues a pesar de la disminución del área cultivada, la producción de cocaína se mantiene relativamente estable y por ende sus precios.

En el mercado minorista⁵ de las calles de los Estados Unidos, el precio en dólares ajustados por la inflación de un gramo puro de cocaína disminuyó de US\$284 en 1990 a

US\$107 en 2005. Una tendencia similar se observó en las calles de Europa, donde el precio cayó de \$180 a US\$85, en el mismo período. De acuerdo con Mejía y Posada

Gráfico R3.2
Colombia: producción potencial de cocaína, 1990-2006^{a/}



a/ La estimación de producción potencial de cocaína a partir del 2004 no es comparable directamente con años anteriores.

Fuente: Simci, Unodc.

Gráfico R3.3
Precio de la cocaína en Colombia



a/ Los precios son promedio anual en pesos colombianos y en dólares a valores constantes de 1991.

Fuente: Diran, Simci, Unodc.

⁴ Unodc, Dirección Nacional de Estupeficientes y Simci, "Características agroindustriales de los cultivos de coca en Colombia", 2005.

⁵ Compradores de un gramo o menos en las calles de Estados Unidos.

(2007), el comportamiento contradictorio entre producción y precios en Colombia puede explicarse por la importación de base de coca desde el Perú y el aumento de la productividad.

Para dimensionar *la magnitud del negocio del narcotráfico y su impacto potencial en la economía colombiana*, Rocha y Ramírez (2005), el Simci-Unodc y el DANE calculan diferentes valores partiendo de conceptos de producción y precios distintos.

En cuanto a *producción*, el Simci y la Unodc elaboran estadísticas sobre producción bruta de hoja de coca y sus derivados que valoran a precios en sitio de producción. En esos términos, en 2006 el valor de la hoja de coca y sus derivados en el sitio de producción fue de US\$683 m, valor de producción que representó el 0,5% del PIB total y el 5% del PIB del sector agrícola, medidos a precios corrientes (Cuadro R3.2).

El DANE en su estimación de las cuentas nacionales incorpora la actividad del narcotráfico en su fase de producción agrícola. Su cálculo se realiza desde 1994, y de acuerdo con él, la participación de los cultivos ilícitos en el PIB agrícola⁶ a precios constantes aumentó de 7% en 1994 a un máximo de 10,34% en 1999, para luego descender sin interrupción a 5,43% en el 2004. En 2005 esta participación aumentó levemente hasta 5,46%, y en el último año se situó en 4,84%.

De forma similar, la participación de los cultivos ilícitos en el PIB total a precios constantes se incrementó de 1,05% en 1994 a 1,48% en 1999, posteriormente registró una disminución continua hasta 0,6% en 2006. De esta manera, la participación anual promedio de los cultivos ilícitos en el PIB total a precios constantes fue de 1,24% y 0,93% en los períodos 1994-1999 y 2000-2006, respectivamente (gráficos R3.4A y R3.4B).

Cuadro R3.2

Valor total en finca de la tonelada de hoja de coca y sus derivados

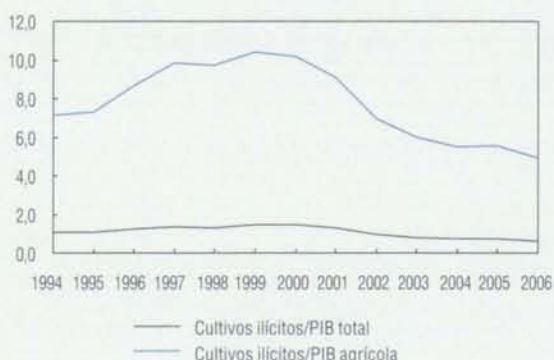
	Millones de dólares	Porcentaje del PIB	
		total	agrícola
2006	683	0,5	5,0
2005	843	0,7	6,0

Fuente: Simci, Unodc.

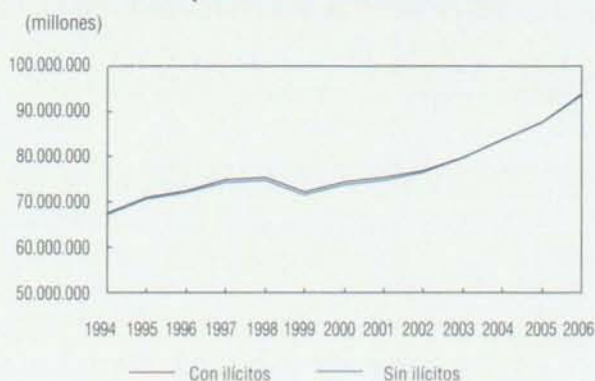
⁶ Incluye los cultivos ilícitos.

Es importante anotar que los cálculos del DANE sólo tienen en cuenta la fase agrícola de la producción de drogas ilícitas, dejando por fuera el proceso industrial y de comercialización. Por lo tanto, el impacto del narcotráfico se mide exclusivamente en el PIB agrícola. Sin embargo, llama la atención que el impacto de la producción de hoja de coca solo se contabilice en la actividad agrícola, cuando la transformación de la hoja de coca en base de coca requiere la utilización de insumos industriales como son la cal, el cemento, gasolina, amoníaco, entre otros.

Gráfico R3.4
A. PIB con ilícitos: aporte de los cultivos ilícitos
(1994 = 100)



B. PIB a precios constantes de 1994



Fuente: DANE.

Rocha y Ramírez (2005) profundizan en el ejerci-

cio analítico de la economía del narcotráfico e incorporan en el análisis las etapas de transformación y distribución internacional de la cocaína. En términos de producción de base de coca y látex, estos autores estimaron que en 2003 el valor agregado habría representado un 0,05% del PIB. Al considerar el proceso de transformación a cocaína y heroína, el valor agregado ascendería al 0,4% del PIB (Cuadro R3.3).

Otra de las formas en que se puede dimensionar la actividad del narcotráfico en la economía colombiana es a través de su registro en *las cuentas externas*.

Rocha y Ramírez (2005) calculan que en 2003 se habrían exportado 350 ton de cocaína y 1,2 ton de heroína, que luego de descontar decomisos y costos de colocación en los

Cuadro R3.3
Mágnitudes del narcotráfico por fases

	1999	2000	2001	2002	2003
(1) % PIB (base)	0,30	0,30	0,20	0,10	0,04
(2) % PIB (látex)	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01
(3) = (1+2) % PIB (agrícola)	0,30	0,30	0,20	0,10	0,05
(4) % PIB (clorhidrato de cocaína)	0,40	0,40	0,50	0,50	0,40
(5) % PIB (clorhidrato de heroína)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(6) = (4+5) % PIB (industrial)	0,40	0,40	0,50	0,50	0,40
(7) = (3+6) % PIB FOB	0,70	0,70	0,70	0,60	0,40

Fuente: Rocha y Ramírez, 2005.

mercados internacionales, representarían cerca de US\$1.300 m. Estas exportaciones ascenderían al 8,6% del total de bienes exportados en 2003.

En cuanto al reintegro de los ingresos por exportaciones de drogas ilícitas, Rocha y Ramírez (2005) señalan que el reintegro de estas divisas se realizaría bajo la modalidad de sobrefacturación de exportaciones, contrabando de importaciones de bienes y sobrefacturación de remesas. Con base en la aplicación de modelos econométricos en diferentes escenarios de reintegro de las divisas generadas en la exportación, los autores concluyen que, en promedio, la repatriación de capitales bajo estos supuestos habría fluctuado entre US\$365 m y US\$868 m.

De otra parte, las estimaciones econométricas de los ingresos de capital mostrarían que, en promedio, US\$1.300 m habrían ingresado anualmente al país desde 1990. Esta cifra es superior al monto estimado de repatriación de activos, debido a que el autor considera que la sobrefacturación de exportaciones, contrabando y sobrefacturación de remesas no solamente están relacionadas con el narcotráfico sino que incluyen otras actividades ilícitas. Cabe señalar que en el caso de las remesas, el modelo no considera el comportamiento de la migración como variable explicativa, lo que tiende a subestimar su impacto en la evolución de las remesas a partir de 1999 y a sobreestimar el posible lavado de activos por este mecanismo.

Basados en estos resultados, se puede concluir que las estadísticas disponibles sobre producción de cultivos ilícitos, transformación y exportación de narcóticos, a pesar de los avances realizados, aún presentan problemas de dispersión y consistencia, lo que dificulta plantear un diagnóstico claro sobre la magnitud y el impacto del fenómeno sobre la economía colombiana. En particular, las estimaciones sobre producción de cultivos ilícitos

varían de acuerdo con los conceptos que se utilicen: base de coca, látex y marihuana, como en el DANE, o cocaína y heroína, como en el estudio de Rocha y Ramírez (2005).

A su vez, el proceso de transformación en el que se ubique el análisis modifica las magnitudes y los valores producidos y exportados y su impacto sobre las cuentas externas: en la cuentas nacionales sólo se estima el impacto de las actividades productivas sobre el sector agrícola, dejando de lado el impacto del proceso de transformación de base de coca en cocaína sobre otros sectores de la actividad productiva como el industrial. El estudio de Rocha y Ramírez (2005) involucra parcialmente las etapas de transformación y distribución internacional de la cocaína y su impacto sobre la economía colombiana.

V. POLÍTICA FISCAL

A. Resultados del primer trimestre de 2007

Al finalizar el mes de marzo el sector público consolidado acumuló un déficit fiscal por \$1.141 mm, que equivale al 0,3% del PIB, nivel inferior al observado en el mismo periodo del año anterior. Sectorialmente, este resultado se originó en un déficit de 1,6% del PIB en las finanzas del Gobierno nacional central (GNC), que se compensó parcialmente con un superávit de 1,3% del PIB en el sector descentralizado. El balance de caja del Banco de la República arrojó un superávit de 0,2% del PIB y los costos de reestructuración del sistema financiero ascendieron a 0,1% del PIB durante el trimestre (Cuadro 32).

Las finanzas del GNC registraron un crecimiento nominal de 24,5% en los ingresos y de 11,7% en los gastos. Los ingresos tributarios mostraron un gran dinamismo, especialmente en renta, impuesto al valor agregado (IVA) interno, aduanas e IVA externo, con crecimientos de 23,7%, 27,2%, 30,5% y 25,9%, respectivamente. En general, la evolución del recaudo de impuestos estuvo asociada con la mayor actividad económica de los dos últimos años y con el comportamiento de las importaciones de bienes, cuyo crecimiento fue de 30,8% respecto al primer trimestre del año anterior. No obstante, el impuesto a la gasolina registra una caída de 0,7%, debido a la política de desmonte gradual del subsidio a los combustibles, lo cual ha generado un proceso de sustitución del consumo de gasolina regular por diesel y gas natural vehicular. Dentro de los recursos de capital, el traslado de utilidades de las empresas creció 4,9% y los rendimientos financieros 23,9% (Cuadro 33).

Cuadro 32
Sector público consolidado:
balance fiscal, primer trimestre de 2006 y de 2007

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2006	2007 (pr)	2006	2007 (pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(2.744)	(1.132)	(0,9)	(0,3)
1. Gobierno nacional	(6.471)	(5.699)	(2,0)	(1,6)
2. Subtotal sector descentralizado	3.727	4.567	1,2	1,3
Eléctrico	177	150	0,1	0,0
Emcali	32	119	0,0	0,0
EPM	9	(107)	0,0	(0,0)
FAEP	75	101	0,0	0,0
Ecopetrol	2.066	1.964	0,6	0,6
Resto de entidades	(22)	504	(0,0)	0,1
Seguridad social	1.124	1.185	0,4	0,3
Regional y local	266	651	0,1	0,2
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	141	562	0,0	0,2
C. Balance de Fogafin	66	137	0,0	0,0
D. Costo de la reestructuración financiera	(427)	(446)	(0,1)	(0,1)
E. Ajustes	1.204	(262)	0,4	(0,1)
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(1.760)	(1.141)	(0,5)	(0,3)

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

En materia de gasto, el GNC contabiliza un crecimiento de 20,3% en intereses de la deuda, 10,4% en funcionamiento y 4,4% en inversión. Dentro de los giros de funcionamiento, los gastos de personal crecieron 3,7%, los generales 14,5% y las transferencias 11,2%. La dinámica de los gastos por transferencias se origina en los pagos por pensiones y en los giros por concepto del sistema general de participaciones, cuyos crecimientos son de 16,7% y 9,3%, respectivamente.

El financiamiento del déficit del GNC provino de los recursos por privatizaciones y del traslado de utilidades del Banco de la República. El flujo de financiamiento externo fue negativo en \$1.253 mm, debido a desembolsos de \$211 mm y amortizaciones por \$1.464 mm. Del mismo modo, el endeudamiento interno neto se redujo en \$99 mm con desembolsos de \$8.177 mm, frente a amortizaciones por \$8.276 mm. Las colocaciones de TES a largo plazo ascendieron a \$8.346 mm durante el trimestre. De esta cifra, \$5.064 mm correspondieron a operaciones convenidas y forzosas y \$3.282 mm a subastas. Como resultado de estas operaciones de financiamiento, el saldo de la deuda del GNC disminuyó de 47,3% en diciembre de 2006 a 46% del PIB en marzo de 2007.

Cuadro 33
Gobierno nacional central:
balance fiscal, primer trimestre de 2006 y de 2007
(miles de millones de pesos)

	2006	2007 (pr)	Crecimiento anual, 2006-2007
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	11.945	14.873	24,5
A. Tributarios	11.394	14.219	24,8
Renta	4.135	5.115	23,7
IVA interno	3.892	4.951	27,2
IVA externo	1.586	1.997	25,9
Gravamen	686	895	30,5
Gasolina	278	276	(0,7)
Gravamen a los movimientos financieros	606	715	18,0
Patrimonio	4	10	150,0
Otros	207	260	25,6
B. No tributarios	48	49	2,1
C. Fondos especiales	108	142	31,5
D. Recursos de capital	379	447	17,9
Rendimientos financieros	142	176	23,9
Excedentes financieros	143	150	4,9
Otros	94	121	28,7
E. Ingresos causados	16	16	0,0
II. Gastos totales (A + B + C + D + E)	18.416	20.572	11,7
A. Intereses	3.375	4.060	20,3
Externos	1.212	1.360	12,2
Internos	2.163	2.700	24,8
B. Funcionamiento ^{a/}	11.499	12.690	10,4
Servicios personales	1.725	1.788	3,7
Gastos generales	983	1.126	14,5
Transferencias	8.791	9.776	11,2
C. Inversión	3.308	3.453	4,4
D. Préstamo neto	92	83	(9,8)
E. Pagos causados	142	286	101,4
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) ^{b/}	(6.471)	(5.699)	(11,9)
Costo de reestructuración financiera	432	446	3,2
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	(6.903)	(6.145)	(11,0)
A. Crédito externo neto	(1.751)	(1.253)	(28,4)
Desembolsos	388	211	(45,6)
Amortizaciones	2.139	1.464	(31,6)
B. Crédito interno neto	7.094	(99)	(101,4)
Desembolsos	7.578	8.177	7,9
Amortizaciones	484	8.276	1.609,9
C. Utilidades del Banco de la República	793	1.186	49,6
D. Otros	767	6.311	722,8
V. Déficit como porcentaje del PIB	(2,0)	(1,6)	

(pr) preliminar.

a/ Incluye pagos y deuda flotante.

b/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Por otro lado, como se destacó al inicio de la sección, las finanzas del sector público descentralizado acumulan un superávit de 1,3% del PIB durante el primer trimestre; situación que se explica, en gran parte, por el desempeño de Ecopetrol y del sector de la seguridad social, cuyas operaciones de caja arrojaron un superávit de 0,6% y 0,4% del PIB, respectivamente. La situación de Ecopetrol refleja, principalmente, los altos precios internacionales del crudo, y la seguridad social la acumulación de recursos en el Fondo Nacional de Pasivos Pensionales Territoriales (Fonpet) y en el Fondo Pensional de Ecopetrol.

B. Perspectivas fiscales para 2007

La meta de déficit fiscal consolidado se redujo de 1,3% a 0,7% del PIB para el año 2007. Este ajuste se realizó teniendo en cuenta el comportamiento favorable del recaudo de los impuestos nacionales durante los primeros meses del año y el recorte de gastos correspondientes al presupuesto de la presente vigencia, anunciado el 17 de julio. Sectorialmente, la consecución de esta meta supone un déficit de 3,3% del PIB en las finanzas del GNC, junto con la generación de un superávit de 2,3% del PIB en el sector público descentralizado. Así mismo, de acuerdo con las estimaciones oficiales, el Banco de la República y el Fogafin deberán arrojar un superávit de 0,5% y 0,2% del PIB, respectivamente. Los costos de reestructuración del sistema financiero ascenderán a 0,3% del PIB (Cuadro 34).

Las operaciones del GNC darán lugar a un incremento de 14,5% en los ingresos y de 10,8% en los gastos. Los impuestos más dinámicos serán el de patrimonio, el IVA interno y el gravamen a los movimientos financieros, con crecimientos de 103,4%, 19,4% y 15%, respectivamente. Con un dinamismo igualmente importante, el IVA externo registrará un crecimiento de 12,9% y el impuesto de aduanas de 14,6%. Es importante anotar que mientras en la proyección inicial se contemplaba la cancelación de dos cuotas del impuesto al patrimonio, en la actual estimación sólo se incluye el pago de la primera. Ello significa que en el año 2008 los contribuyentes obligados a pagar dicho impuesto deberán cancelar tres cuotas durante el año.

Con respecto a los gastos del GNC, las proyecciones oficiales más recientes contabilizan un crecimiento de 7,6% en intereses, 10,3% en funcionamiento y 10,7% en inversión. Dentro de los rubros de funcionamiento, los servicios personales aumentarán 10,1%, los gastos generales 0,5% y las transferencias 11,2%. El incremento de los gastos de personal está asociado a la incorporación de nuevo personal en la Policía Nacional, la activación de brigadas móviles y el reconocimiento de una prima de orden público para soldados profesionales y oficiales. La expansión de los pagos de inversión refleja la ejecución de proyectos de infraestructura vial y carcelaria.

Cuadro 34
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)	(3.221)	(3.645)	(1,0)	(1,0)
1. Gobierno nacional central	(13.094)	(11.679)	(4,1)	(3,3)
2. Subtotal sector descentralizado	9.873	8.034	3,1	2,3
Eléctrico	483	463	0,2	0,1
Emcali	(54)	432	(0,0)	0,1
EPM	150	166	0,0	0,0
FAEP	1.221	522	0,4	0,1
Ecopetrol	2.217	(677)	0,7	(0,2)
Resto de entidades	814	194	0,3	0,1
Seguridad social	3.742	5.808	1,2	1,7
Gobiernos regional y local ^{a/}	1.300	1.125	0,4	0,3
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	1.440	1.595	0,4	0,5
C. Balance de Fogafin	773	781	0,2	0,2
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.113)	(1.213)	(0,3)	(0,3)
E. Ajustes	(587)	0	(0,2)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(2.708)	(2.481)	(0,8)	(0,7)

Nota: déficit (-) o superávit (+).
a/ Incluye Fondo Nacional de Regalías.
(proy) proyección.
Fuente: Consejo Superior de la Política Fiscal (Confis).

Los recursos para el financiamiento del déficit del GNC provendrán, en gran parte, de la privatización de empresas y de las disponibilidades en caja de la Tesorería General de la Nación. Estas últimas se originan, principalmente, en las operaciones de prefinanciamiento presupuestal efectuadas en la vigencia anterior por US\$2.000 m. El financiamiento externo neto ascenderá a \$1.053 mm, debido a desembolsos por \$4.349 mm y amortizaciones de \$3.297 mm. El crédito interno de largo plazo presentará un valor negativo de \$208 mm, con desembolsos por \$16.781 mm y amortizaciones por \$16.989 mm.

Como se comentó en el informe de marzo, el sector descentralizado registrará un menor superávit fiscal en 2007, especialmente como consecuencia del deterioro de la situación fiscal de Ecopetrol y del desempeño menos favorable de las finanzas territoriales. De acuerdo con los estimativos oficiales, Ecopetrol contabilizará un déficit de 0,2% del PIB, en gran parte como consecuencia del mayor traslado de sus utilidades al Gobierno y de la ampliación de los gastos de inversión en proyectos de exploración y desarrollo de campos petroleros. Igualmente, se espera que las finanzas territoriales

contabilicen mayores gastos debido a la culminación del periodo de gobierno de las administraciones locales.

Finalmente, vale la pena destacar que a principios del mes de julio se aprobó en el Congreso de la República el acto legislativo que modifica el sistema general de participaciones, cuya aplicación se hará efectiva a partir de 2008. Mediante esta reforma se pretende asegurar la sostenibilidad de las finanzas nacionales a mediano plazo y se garantizan los recursos necesarios para atender las necesidades de educación y salud, al igual que las de saneamiento básico y agua potable.

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

El Banco de la República necesita contar con un nivel de reservas internacionales suficiente para intervenir en el mercado cambiario cuando peligre la meta de inflación y cuando desee estabilizar la economía. Así mismo, el Banco es responsable ante la sociedad por la administración de las reservas y debe obtener de ellas rendimientos positivos.

Un mayor nivel de reservas permite resguardar la economía de una crisis externa. El entorno externo e interno son hoy favorables, pero el riesgo de que éste se revierta en el futuro es grande. En décadas pasadas las crisis externas de los países han surgido por diversas circunstancias, como los déficits insostenibles de la cuenta corriente de la balanza de pagos, niveles de deuda externa de corto plazo superiores al saldo de reservas internacionales, pérdida de confianza en la solvencia del sistema financiero, contagio o déficits fiscales altos que llevan a que el nivel y la tasa de crecimiento de la deuda pública sean insostenibles. Éstas han sido las principales causas de crisis externas en los países emergentes, y aunque Colombia no cumpla con estas condiciones, podrían presentarse de un momento para otro en una situación de cierre de los mercados internacionales de crédito. En síntesis, el mantener reservas internacionales tiene "costos de oportunidad" y beneficios que aumentan de manera directa con el nivel de reservas internacionales.

Algunos trabajos empíricos⁴⁶ han identificado que una demanda estable de largo plazo por reservas debe considerar el siguiente conjunto de variables:

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

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

1. *Reservas/PIB*: en la medida en que una economía crece, requiere de un mayor *stock* de reservas internacionales para atender la demanda de los diferentes sectores.
2. *Reservas/amortizaciones del año en curso o siguiente*: este indicador es suficiente para países que no tienen déficit en la cuenta corriente ni una moneda sobrevaluada, por lo cual, la necesidad de liquidez internacional se limita a las amortizaciones de la deuda externa.

⁴⁶ Fondo Monetario Internacional, "Three Current Policy Issues in Developing Countries", en *World Economic Outlook*, septiembre, 2003.

3. *Reservas/servicio de la deuda externa total*: medida útil cuando el país necesita acudir al mercado internacional no sólo para financiar las amortizaciones de la deuda total sino también para financiar los intereses de esas obligaciones.
4. *Reservas/(amortizaciones + déficit en cuenta corriente)*: esta relación es indicativa de la vulnerabilidad externa de países con amortizaciones y pago de intereses importantes con déficit en la cuenta corriente, y que desean que en el evento de un cierre de los mercados internacionales su ajuste sea gradual y no requiera contracciones bruscas del gasto y del producto.
5. *Otros indicadores de reservas*: otras medidas que complementan los indicadores de vulnerabilidad se cuantifican en el tamaño de las reservas con respecto a otras variables de la economía, como: i) el indicador tradicional de reservas/importaciones, y ii) la relación entre reservas y el agregado monetario amplio (M3).

Como ya se explicó, en los últimos años el proceso de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario ha estado orientado a acumular reservas internacionales y a reducir la volatilidad de la tasa de cambio. Con esta estrategia el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) alcanzó US\$20.409 m a mayo de 2007. Sin embargo, como se ilustra a continuación, este nivel de RIN, visto en términos de las vulnerabilidades a la que se encuentra expuesta la economía colombiana, no es más alto que el de los otros países de la región.

En primer término, si se compara el nivel de reservas con respecto al tamaño de la economía medida por el PIB, se observa que el indicador de Colombia se sitúa en un nivel intermedio, por debajo de Chile y de Perú, pero mayor que Brasil y México (Gráfico 58). Aunque en los últimos años se ha observado una fuerte acumulación de reservas internacionales en Colombia, el indicador de vulnerabilidad de reservas internacionales sobre PIB ha crecido marginalmente. Lo anterior se explica porque el crecimiento del PIB en dólares ha compensado parcialmente la tasa de crecimiento de las reservas internacionales. El crecimiento del PIB, medido en dólares corrientes⁴⁷, ha aumentado significativamente debido a la apreciación de la moneda local y al dinamismo de la economía⁴⁸.

⁴⁷ El PIB debe medirse en dólares y en precios corrientes para ser expresado en las mismas unidades en las que están medidas las reservas internacionales.

⁴⁸ En un escenario de apreciación de la moneda doméstica, el PIB en dólares crece más que el PIB denominado en pesos. Por ejemplo, si la economía no crece durante un período determinado y el peso se revalúa, el PIB en dólares presenta un crecimiento positivo. Lo anterior se debe a que el mismo nivel de producto en pesos es equivalente en este caso a una mayor cantidad de producto medido en dólares.

Otros indicadores de liquidez internacional como el de reservas expresado en meses de importación de bienes, muestran que Colombia ha tenido una posición relativa superior a la de Chile, México y Brasil a partir de 2004 (Gráfico 59). No obstante, dicho indicador se contrajo entre 2004 y 2006, y no se ha recuperado a lo largo del año en curso, a pesar del fuerte crecimiento de las reservas. Tal comportamiento se debe a que el crecimiento de las reservas ha sido más lento que el de las importaciones. A lo largo de 2006 y en lo que va corrido de 2007, las importaciones de bienes han registrado una tasa de crecimiento alrededor del 24%, mientras que la acumulación de reservas para 2006 fue del 4%, y en lo que va corrido de 2007, de 21,3%.

En los indicadores de reservas/amortizaciones externas y de reservas/servicio de la deuda externa, Chile y México registran niveles superiores al de Colombia, y Brasil a partir de 2006. En la coyuntura actual uno de los indicadores de vulnerabilidad externa más importante de analizar es el que considera las amortizaciones de la deuda externa y el déficit en cuenta corriente, el cual debe mantenerse por encima de uno. Como se observa en el Gráfico 60, durante el período 2002-2006, Chile y México fueron quienes cumplieron con el criterio de que el indicador fuera mayor que la unidad a partir de 2003, y Brasil en 2004 y 2006. En tanto que

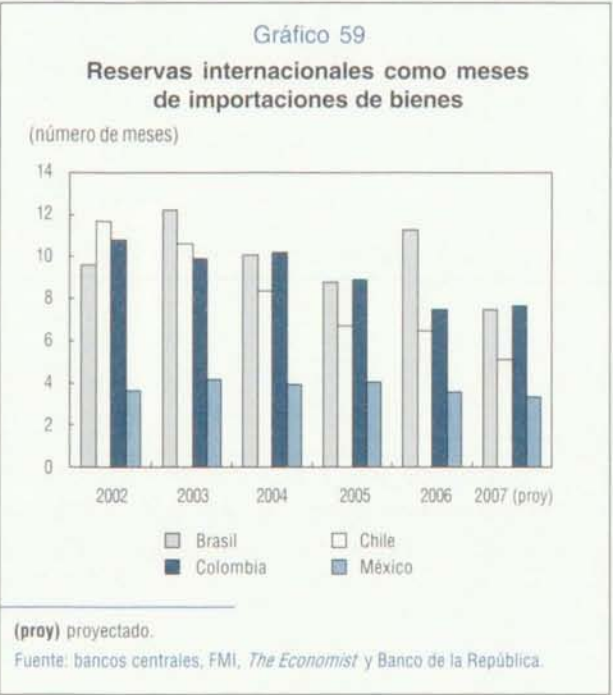
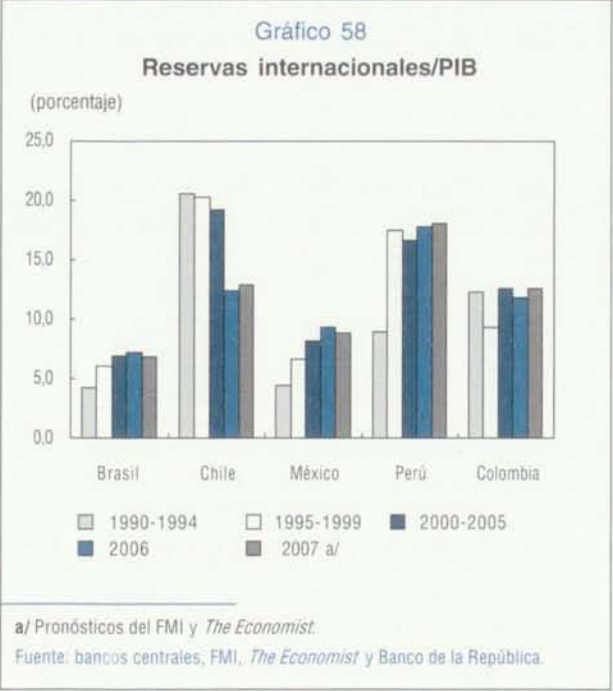
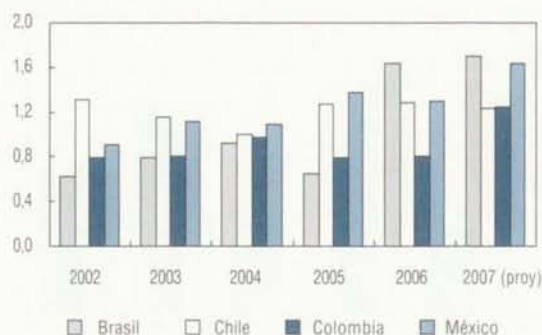


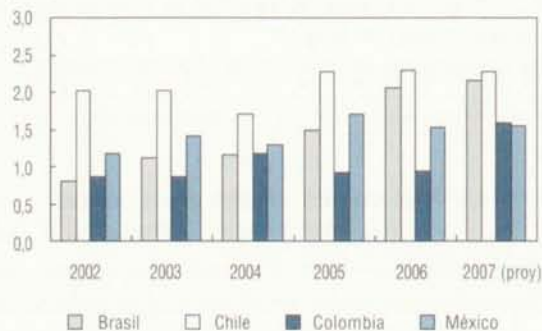
Gráfico 60

A. Reservas internacionales/amortizaciones

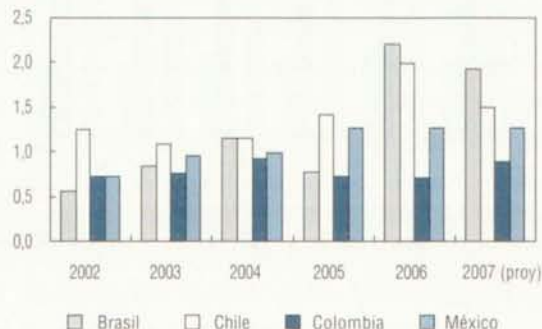
(razón)

**B: Reservas internacionales/servicio de la deuda externa**

(razón)

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

(razón)



(proy) proyectado.

Fuente: bancos centrales, FMI, *The Economist* y Banco de la República.

Colombia ha estado por debajo de dicho criterio, lo cual muestra una vulnerabilidad externa.

El Cuadro 35 presenta la evolución de los indicadores descritos arriba para Colombia durante el período de 2002 al mes de mayo de 2007. Para los indicadores clasificados en los grupos A y B hubo una mejora considerable en los de amortizaciones y los de liquidez externa hasta 2004; sin embargo, todavía algunos de ellos (RIN/amortizaciones + déficit en cuenta corriente) muestran valores cercanos a uno al finalizar 2005.

Los indicadores de vulnerabilidad se vieron positivamente influenciados por los prepagos de deuda externa pública que ha efectuado el Gobierno en los dos últimos años, como parte de su política de sustitución de deuda externa por interna. Cabe mencionar que los indicadores que consideran las amortizaciones y el servicio de la deuda del año siguiente se debilitaron en 2004, pero han venido mejorando a partir de 2005, llegando a alcanzar valores por encima de 1; en tanto que, los indicadores que consideran las

amortizaciones y el servicio de la deuda del año corriente fueron afectados negativamente. Sin embargo, debe señalarse que los prepagos de deuda externa repercutieron favorablemente en el perfil y la trayectoria futura de

Cuadro 35
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia
(porcentaje)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ^{a/} (e)
Saldo						
Reservas internacionales netas (millones de dólares)	10.841	10.916	13.536	14.947	15.436	20.409
Indicadores						
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa						
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	10.146	10.173	8.918	13.329	13.617	9.862
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del año en curso	1,07	1,07	1,52	1,12	1,13	2,07
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del siguiente año	1,07	1,22	1,02	1,10	1,57	1,64
B. Posición adecuada de liquidez externa						
RIN/servicio de la deuda año corriente	0,86	0,87	1,19	0,92	0,94	1,60
RIN/servicio de la deuda año siguiente	0,86	0,96	0,83	0,91	1,21	1,30
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	0,94	0,98	1,38	0,98	0,93	1,24
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	0,97	1,11	0,89	0,90	0,94	1,06
C. Otros indicadores de reservas internacionales						
RIN como meses de importaciones de bienes ^{b/}	10,8	9,9	10,2	8,9	7,5	8,7
RIN/M3 (porcentaje) ^{c/}	41,9	36,5	33,3	30,3	26,3	30,3
RIN/PIB ^{d/}	13,4	13,7	13,8	12,2	11,4	12,2

(e) estimado.

a/ Saldo de reservas internacionales a mayo de 2007.

b/ El valor de las importaciones de bienes corresponde al promedio mensual entre enero y marzo de 2007, DANE.

c/ Saldo de M3 ampliado a mayo de 2007, cierre monetario.

d/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para 2007.

Fuente: estimaciones del Banco de la República.

las amortizaciones, por esta razón los indicadores del grupo A y B exhiben una mejora significativa en el cálculo de dichos indicadores para 2007.

En la sección C del Cuadro 35 se observa que los indicadores de reservas se han mantenido por encima de siete meses de importaciones de bienes, nivel superior a los estándares internacionales para este indicador. Por otra parte, cabe mencionar que el saldo de las reservas a mayo del presente año registra un incremento como porcentaje del PIB anual, al pasar de 11,4% en 2006 a 12,2% en 2007; así mismo, al mes de mayo exhibe un aumento con respecto al tamaño de los depósitos en el sistema financiero (M3).

B. El nivel actual de las reservas internacionales y criterios de su administración

En junio de 2007 las reservas internacionales netas totalizaron US\$19.994,4 m, cuantía superior en US\$ 4.558,6 m al saldo registrado a diciembre de 2006⁴⁹. Durante este período se compraron reservas mediante el mecanismo de intervención discrecional por un valor de US\$4.527,4 m, por medio de las opciones de control de volatilidad se hicieron operaciones de compra de divisas por US\$374,5 m y operaciones de venta por US\$176,5 m, y se obtuvo un rendimiento neto de las inversiones de las reservas internacionales por US\$406,7 m.

El principal componente de las reservas internacionales lo constituye el tramo de inversión, con el 94,2% del total (US\$18.833,09 m)⁵⁰. El saldo restante está distribuido en: i) la posición de reservas en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), US\$781,3 m; ii) los Derechos Especiales de Giro (DEG), por US\$206,6 m; iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US\$172,09 m, y iv) los depósitos a la orden y el efectivo en caja, US\$6,22 m. Así mismo, se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$4,9 m (Cuadro 36).

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 para garantizar su disponibilidad inmediata.

De acuerdo con los lineamientos anteriores, una proporción del tramo de inversión de las reservas internacionales es manejado 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 por medio de un manejo especializado.

⁴⁹ Las reservas netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. A menos que se indique lo contrario, todas las cifras en este documento corresponden al fin de mes de junio de 2007 y son cifras provisionales, puede que no coincidan debido a redondeos.

⁵⁰ El tramo de inversión se refiere a los recursos de portafolios administrados internamente, portafolios delegados y la suma que se destina a capital de trabajo.

Cuadro 36
Composición de las reservas internacionales

Descripción	Dic-06		Jun-06		Jun-07	
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje
Caja	2,50	0,02	3,0	0,02	6,2	0,03
Efectivo en caja	2,13	0,0	2,5	0,02	2,8	0,01
Depósitos a la orden	0,37	0,0	0,5	0,00	3,5	0,02
Inversiones	14.249,30	92,3	13.345,4	92,28	18.833,1	94,19
Portafolio directo	6.795,01	44,0	6.088,6	42,10	10.615,9	53,09
Portafolio de inversión	5.974,61		5.407,1		8.416,7	
Capital de trabajo	820,41		681,5		2.199,1	
Portafolio en administración	7.454,29	48,3	7.256,9	50,18	8.217,2	41,10
Oro	140,96	0,9	133,3	0,92	143,5	0,72
En caja	0,00		0,0		0,0	
En custodia	140,96	0,9	133,3	0,92	143,5	0,72
Fondo Monetario Internacional	626,80	4,1	609,3	4,21	639,8	3,20
DEG	196,84	1,3	186,5	1,29	206,6	1,03
Posición de reserva	429,96	2,8	422,8	2,92	433,2	2,17
Fondo Latinoamericano de Reservas	351,22	2,3	351,2	2,43	368,2	1,84
Aportes	331,22	2,1	331,2	2,29	348,2	1,74
Pesos andinos	20,00	0,1	20,0	0,14	20,0	0,10
Convenios internacionales	69,45	0,0	22,8	0,00	8,6	0,00
Total reservas brutas	15.440,23	100,0	14.465,0	100,03	19.999,3	100,02
Pasivos de corto plazo	4,42	0,0	3,8	0,03	4,9	0,0
Convenios internacionales	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bancos del exterior	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondo Latinoamericano de Reservas	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valores por pagar, compra, inversiones	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses causados por los pasivos	4,42	0,0	3,8	0,0	4,9	0,0
Total de reservas netas	15.435,82	100,0	14.461,2	100,00	19.994,4	100,00

Fuente: Banco de la República.

Del tramo de inversión, el Banco de la República gestionó directamente US\$10.615,86 m (56,4% del total), incluido el capital de trabajo por US\$2.199,12 m. Las firmas especializadas Barclays Global Investors, Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Financial, Wellington Management y Pacific Investment Management Co. administraron el restante 43,6%, US\$8.217,22 m.

El portafolio de inversiones se concentra principalmente en el sector soberano, incluyendo activos de corto y largo plazos, con un 52,90% del portafolio,

y la proporción restante se distribuye entre los demás sectores, así: 29,00% en el sector bancario, 14,98% en el corporativo, 2,09% en el supranacional, y 1,03% en acuerdos de recompra en la Reserva Federal de Nueva York. A junio de 2007 la distribución por calidad crediticia de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas⁵¹ fue la siguiente: 52,65% "P-1"⁵², 39,76% "AAA", 2,85% "AA", 3,66% "A", 1,03% en Acuerdos de Recompra en la Reserva Federal de Nueva York y 0,05% en el BIS. La distribución del riesgo crediticio refleja el estricto criterio de seguridad con que se administran las reservas internacionales.

En el Cuadro 37 se presentan los rendimientos de los distintos portafolios que conforman el tramo de inversión de las reservas internacionales

Durante lo corrido del año 2007 el rendimiento del tramo de inversión de las reservas ha sido ligeramente inferior al retorno obtenido durante el primer semestre del año pasado. Al igual que en 2006, el portafolio se continúa beneficiando de la causación de intereses a tasas altas, en comparación con años anteriores, debido, principalmente, a que la Reserva Federal de los Estados Unidos ha mantenido el nivel de la tasa de fondos federales en 5,25%, nivel al que se referencia una alta proporción de las reservas internacionales que está invertida en títulos de corto plazo (Gráfico 61). Este componente ha superado el efecto de la caída en los precios de los

Cuadro 37 Rendimiento de los portafolios de las reservas internacionales (porcentaje)						
Administrador	Rendimientos de los portafolios					
	Dic. 31 de 2006-Jun. 30 de 2007			Jun. 30 de 2006-Jun. 30 de 2007		
	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia
Banco de la República ^{a/}	2,19	2,18	0,01	5,08	5,14	(0,06)
Barclays Global Investors	2,41	1,96	0,45	5,52	5,03	0,48
BlackRock Financial	1,95	2,25	(0,29)	4,79	5,16	(0,37)
Goldman Sachs Asset Management	2,17	2,25	(0,07)	5,13	5,16	(0,03)
Pacific Investment Management Co.	1,63	1,96	(0,33)	4,38	5,03	(0,65)
Wellington Management	2,11	2,25	(0,14)	5,21	5,16	0,05
Capital de trabajo	2,65			5,39		
Nota: cifras provisionales sujetas a revisión. ^{a/} No incluye capital de trabajo. Fuente: Banco de la República.						

⁵¹ Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings.

⁵² En la escala de las calificaciones de corto plazo, "P-1" representa la mejor.

Gráfico 61

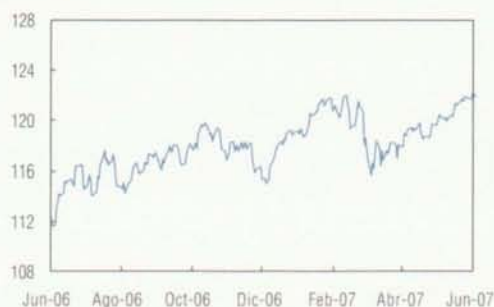
Evolución de la tasa de interés de los títulos del Tesoro estadounidense y del dólar frente al yen y el euro

A. Evolución de la tasa de rendimiento, nota del Tesoro a dos años y fondos federales en los Estados Unidos, 2006-2007 ^{a/}

B. Euro frente al dólar, 2006-2007 ^{b/}



C. Yen frente al dólar, 2006-2007 ^{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.

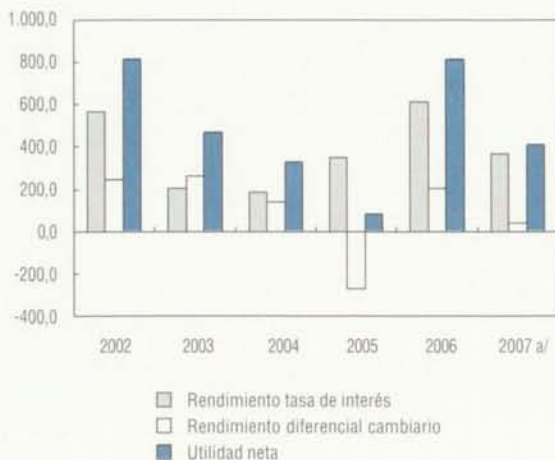
Fuente: Bloomberg.

bonos causado por el aumento en las tasas de rendimiento de estos títulos (la relación entre el precio de los bonos y su tasa de rendimiento es inversa). En el mercado cambiario el comportamiento fue mixto: el euro tuvo una apreciación frente al dólar americano de 2,67%, mientras que el yen japonés se debilitó 3,45%. Sin embargo, al considerar la mayor proporción en el portafolio de euros contra yenes japoneses el efecto neto ha sido positivo para el retorno del portafolio. Las reservas se han beneficiado del aumento en el precio del oro, el cual se ha apreciado 2,10% en lo corrido de 2007.

Gráfico 62

Rendimientos de las reservas internacionales 2002-2007 ^{a/}

(millones de dólares)

^{a/} A junio 30 de 2007.

Fuente: Banco de la República.

El rendimiento neto del total de las reservas internacionales a junio 30 de 2007 fue de US\$406,7 m. Las ganancias debidas a movimientos en las tasas de interés y el diferencial cambiario sumaron US\$157,3 m, mientras que los rendimientos por causación de interés ascendieron a US\$249,4 m (Gráfico 62).

VII. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. Resultados a junio de 2007

En el primer semestre de 2007 el Banco de la República obtuvo utilidades por \$371,9 mm, producto de ingresos por \$1.207,0 mm y egresos por \$835,1 mm. Comparado con el mismo periodo del año anterior, las utilidades fueron menores en 41,8% (\$267,4 mm) (Cuadro 38).

Los ingresos disminuyeron en 7,2% debido a, principalmente, la apreciación del peso con respecto al dólar, ocasionando un menor ingreso de las reservas internacionales expresado en pesos y a menor valorización originada en las apreciaciones del euro y el yen frente al dólar⁵³. En cuanto a los egresos se destaca la desvalorización de los activos en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales, los intereses pagados por los mayores depósitos del Gobierno y de los establecimientos financieros en el Banco, los cuales se remuneran a tasas de mercado (Cuadro 39).

El efecto neto de las diferencias en cambio sobre las cuentas en moneda extranjera diferente a reservas internacionales exhibió un resultado negativo hasta junio de 2007 de \$109,1 mm, especialmente por la desvalorización de los aportes en organismos internacionales, como resultado de la apreciación del peso frente al dólar.

⁵³ El euro se apreció frente al dólar en 8,4% en la primera mitad de 2006, y para el periodo en estudio se apreció en 2,4%.

Cuadro 38
Estado resumido de pérdidas y ganancias del Banco de la República
(miles de millones de pesos)

	Dic. de 2006 A	Jun. de 2006 B	Jun. de 2007 C	Var. anual absoluta: C - B
Ingresos	2.729,5	1.300,6	1.207,0	(93,6)
Monetarios	2.570,0	1.218,5	1.143,0	(75,4)
Corporativos	159,5	82,1	63,9	(18,1)
Egresos	1.105,6	661,2	835,1	173,9
Monetarios	605,7	347,9	589,5	241,6
Corporativos	312,4	138,8	149,5	10,7
Pensionados	187,5	174,5	96,1	(78,4)
Resultados del ejercicio	1.624,0	639,3	371,9	(267,4)
Fuente: Banco de la República.				

Otros ingresos que se destacan son: i) los intereses recibidos por la compra transitoria de títulos (\$136,0 mm), que obedece al incremento en las tasas de intervención del Banco y ii) la valoración del portafolio de los TES para regulación monetaria.

En relación con los egresos por intereses y rendimientos monetarios, estos registraron un aumento de 66,1% (\$140,9 mm) frente al año anterior, debido a: i) la activación de los depósitos remunerados como instrumento de contracción monetaria a partir de abril pasado, y ii) el incremento en las tasas de mercado sobre las cuales se remuneran los depósitos del Gobierno.

Por otra parte, los egresos corporativos (\$149,5 mm) presentaron un incremento anual de \$10,7 mm equivalente a crecimientos de 7,7% y 1,6% en términos nominales y reales, respectivamente. Este comportamiento se debe, principalmente, a los aumentos salariales pactados en la convención colectiva, a mayores pagos como contribución a la Superintendencia Financiera y a que en 2006 se retrasó la programación cultural en el primer semestre debido a la aplicación de la Ley de garantías electorales.

B. Estructura financiera del Banco de la República

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco República al 30 de junio de 2007, frente a lo saldos registrados el 31 de diciembre de 2006 (Cuadro 40).

Cuadro 38
Pérdidas y ganancias del Banco de la República,
diciembre de 2006 a junio de 2007
(miles de millones de pesos)

	Dic. 06	Jun. 06	Jun. 07	Variaciones anuales:	
		A	B	Porcentual (B / A)	Absoluta (B-A)
1. Ingresos de P y G	2.729,5	1.300,6	1.207,0	(7,2)	(93,6)
1.1 Ingresos monetarios	2.570,0	1.218,5	1.143,0	(6,2)	(75,4)
1.1.1 Intereses y rendimientos	2.419,3	1.007,1	1.036,2	2,9	29,1
Reservas internacionales	1.922,2	934,0	878,9	(5,9)	(55,1)
Operaciones de liquidez-repos y apoyos transitorios	304,1	112,1	136,0	21,2	23,8
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	172,4	(47,8)	13,7	128,7	61,5
Cartera de crédito, valoración de otros títulos ^{a/}	20,7	8,8	7,7	(12,5)	(1,1)
1.1.2 Diferencias en cambio	25,9	159,0	62,4	(60,8)	(96,6)
1.1.3 Moneda metálica	76,2	25,6	26,7	4,3	1,1
1.1.5 Otros ^{b/}	48,6	26,8	17,8	(33,7)	(9,0)
1.2 Ingresos corporativos	159,5	82,1	63,9	(22,1)	(18,1)
2. Egresos de P y G	1.105,6	661,2	835,1	26,3	173,9
2.1 Egresos monetarios	605,7	347,9	589,5	69,4	241,6
2.1.1 Intereses y rendimientos	430,1	213,0	353,9	66,1	140,9
Encaje en cuentas de depósito	117,0	55,1	60,6	10,0	5,5
Cuentas de depósito, Dirección del Tesoro Nacional	295,9	148,7	233,3	56,9	84,6
Depósitos de contracción monetaria	0,0	0,0	51,0	N. A.	51,0
Gastos en administración de reservas internacionales	17,2	9,3	9,1	(2,3)	(0,2)
2.1.2 Diferencias en cambio	37,0	69,0	171,5	148,6	102,5
2.1.3 Costo de emisión y distribución de especies monetarias	128,4	62,6	58,4	(6,8)	(4,2)
2.1.4 Otros ^{c/}	10,2	3,3	5,6	73,1	2,4
2.2. Egresos corporativos	312,4	138,8	149,5	7,7	10,7
2.2.1 Gastos de personal	184,7	91,6	98,2	7,2	6,6
2.2.2 Gastos generales	44,2	18,6	19,1	2,4	0,4
2.2.3 Impuestos	8,1	4,4	4,0	(8,1)	(0,4)
2.2.4 Seguros	7,3	3,7	3,4	(7,9)	(0,3)
2.2.5 Contribuciones y afiliaciones	5,3	2,9	3,2	12,5	0,4
2.2.6 Gastos culturales	8,2	1,9	3,6	94,2	1,8
2.2.7 Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros ^{d/}	54,5	15,8	18,0	13,9	2,2
2.3 Gastos de pensionados ^{e/}	187,5	174,5	96,1	(44,9)	(78,4)
3. Resultado operacional (1 - 2)	1.624,0	639,3	371,9	(41,8)	(267,4)

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

Cuadro 40

Balance del Banco de la República, diciembre de 2006 a junio de 2007

(miles de millones de pesos)

	Diciembre de 2006		Junio de 2007	
	Saldos	Porcentaje	Saldos	Porcentaje
Activos	49.567	100,0	52.831	100,0
Reservas internacionales brutas	34.568	69,7	39.211	74,2
Aportes en organismos internacionales	2.802	5,7	2.544	4,8
Inversiones	2.473	5,0	1.534	2,9
Sector público, deuda consolidada	0	0,0	0	0,0
Sector público, regulación monetaria	2.405	4,9	1.470	2,8
Bonos de capitalización de la banca pública y otros	68	0,1	64	0,1
Cartera de créditos	1	0,0	1	0,0
Sector público, Gobierno nacional	2	0,0	2	0,0
Provisión	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)
Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez	6.636	13,4	6.391	12,1
Cuentas por cobrar	39	0,1	29	0,1
Otros activos netos	3.048	6,1	3.121	5,9
Pasivo y patrimonio	49.567	100,0	52.831	100,0
Pasivo	32.921	66,4	42.273	80,0
Pasivos m/e que afectan res. intern.	11	0,0	10	0,0
Base monetaria	27.032	54,5	26.611	50,4
Billetes en circulación	23.925	48,3	21.756	41,2
Moneda de tesorería	538	1,1	562	1,1
Depósitos para encaje de bancos	2.381	4,8	4.025	7,6
Depósitos en cta. cte. resto sec. finan.	188	0,4	267	0,5
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje			1.160	2,2
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior			1.113	2,1
Otros depósitos	111	0,2	106	0,2
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional	2.548	5,1	10.274	19,4
Obligaciones con organismos internacionales	2.243	4,5	2.021	3,8
Cuentas por pagar	60	0,1	59	0,1
Otros pasivos	915	1,8	919	1,7
Patrimonio total	16.647	33,6	10.558	20,0
Capital	13	0,0	13	0,0
Reservas	1.398	2,8	1.832	3,5
Superávit patrimonial	12.567	25,4	7.298	13,8
Liquidación CEC	453	0,9	453	0,9
Ajuste cambiario desde 1993 en adelante y superávit	12.023	24,3	6.749	12,8
Otros	91	0,2	95	0,2
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	1.045	2,1	1.044	2,0
Resultados	1.624	3,3	372	0,7
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.624	3,3	372	0,7

Fuente: Banco de la República.

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$52.831 mm a 30 de junio. Esta cifra supera en \$3.264 mm (6,6%) el saldo observado en diciembre de 2006, cuando los activos ascendieron a \$49.567 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales:* al cierre de junio del presente año las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$39.211 mm (US\$19.999 m). Durante el primer semestre del año se presentó un aumento de las reservas en pesos de \$4.643 mm. La variación se explica, principalmente, por: i) mayores reservas por la compra neta de divisas en lo corrido del año (\$10.352 mm); ii) el ajuste de cambio, resultado de la apreciación del peso con respecto al dólar, lo que redujo el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas en \$5.273 mm; iii) el giro del Banco de la República al Gobierno por el traslado de utilidades en dólares por valor de \$1.186 mm; iv) el rendimiento por tasas y valorización que produjo un aumento de las reservas de \$720 mm; v) el diferencial cambiario por la variación de la tasa de cambio de las monedas de reserva con respecto al dólar (\$93 mm), y vi) otros ingresos \$66 mm.
- *Las operaciones Repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria* presentaron un saldo de \$6.391 mm al finalizar junio de 2007, lo que significó una disminución en este rubro de \$245 mm con respecto al cierre de 2006.
- *El portafolio de inversiones en moneda nacional* (valorado a precios de mercado) ascendió a \$1.534 mm en junio de 2007, inferior en \$939 mm con respecto a diciembre pasado. Esta caída se debió, principalmente, por: i) ventas netas de TES por valor de \$596 mm en lo corrido del año hasta junio; ii) vencimientos de principal y cupones por \$274 y \$77 mm, respectivamente, y iii) desvalorización del portafolio por el aumento de las tasas de negociación de los TES durante el primer semestre por \$64 mm.

2. Pasivo

A 30 de junio de 2007 el saldo de los pasivos fue de \$42.273 mm, superior en \$9.353 mm (28,4%) al registrado al finalizar 2006. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Los depósitos del Gobierno nacional*, constituidos mediante la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República, tuvieron un saldo

de \$10.274 mm al cierre del mes de junio. Este monto es superior en \$7.726 (303,3%) al registrado en diciembre de 2006.

- *La base monetaria*, al finalizar junio del presente año, tuvo un saldo de \$26.611 mm, menor en \$421 mm al de diciembre de 2006.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$10.558 mm, disminuyendo en \$6.089 mm con respecto a diciembre de 2006, como resultado, básicamente, de la disminución del ajuste de cambio \$5.273 (43,9%), debido a la apreciación del peso frente al dólar registrada en lo corrido del año a junio, lo cual produjo una disminución en el valor de las reservas internacionales expresadas en pesos.

C. Proyección de utilidades para 2007

Para el presente año se proyectan utilidades por \$997 mm, producto de ingresos por \$2.568 mm y egresos por \$1.571 mm. Las utilidades serían inferiores en \$627 mm a las observadas en el año anterior, debido a mayores egresos por \$465 mm y menores ingresos por \$162 mm (Cuadro 41). Este resultado refleja principalmente el costo de la esterilización monetaria de la acumulación de reservas internacionales. Esta esterilización fue realizada mediante mayores depósitos del Gobierno en el Banco, la apertura de depósitos remunerados no constitutivos de encaje, la venta de TES del portafolio del Banco y la reducción de los Repos de expansión.

A continuación se explican las diferencias más relevantes en las utilidades proyectadas para 2007 frente a las observadas el año anterior:

- Los egresos por intereses serían superiores en \$298 mm, de los cuales \$240 mm corresponden básicamente a los mayores pagos realizados al Gobierno por concepto de sus depósitos en el Banco de la República, y \$54 mm por los depósitos de contracción monetaria de las entidades financieras.
- Los ingresos por intereses serían inferiores en \$163 mm, principalmente por: i) disminución en el monto de intereses recibidos por los TES del portafolio del Banco (\$106 mm), debido al menor saldo de dichos títulos y a la caída en sus precios; ii) menor rendimiento de las reservas internacionales (\$37 mm), explicado por la revaluación del peso, que contrarresta el mayor rendimiento en dólares de las reservas, y iii) menores ingresos por Repos de expansión (\$8 mm), debido al menor saldo de estas operaciones.

Cuadro 41

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	2.567,8	(5,9)	(161,7)
1. Ingresos operacionales	2.687,5	2.557,4	(4,8)	(130,0)
Intereses y rendimientos	2.419,3	2.256,2	(6,7)	(163,1)
Reservas internacionales	1.922,2	1.885,2	(1,9)	(36,9)
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	172,4	66,5	(61,4)	(105,9)
Operaciones de liquidez-repos y apoyos transitorios	304,1	296,0	(2,7)	(8,1)
Otros ^{a/}	20,7	8,5	(58,8)	(12,1)
Comisiones	139,4	105,4	(24,4)	(34,0)
Diferencias en cambio	25,9	48,5	87,6	22,7
Otros ^{b/}	102,9	147,3	43,1	44,4
2. Ingresos no operacionales	42,1	10,4	(75,3)	(31,7)
II. Egresos totales	1.105,6	1.570,7	42,1	465,1
1. Egresos operacionales	1.102,3	1.564,4	41,9	462,1
Intereses y rendimientos	430,1	728,5	69,4	298,3
Encaje y cuentas de depósito DTN	412,9	653,3	58,2	240,4
Depósitos de contracción monetaria	0,0	54,5	n.a.	54,5
Gastos en administración de reservas internacionales	17,2	20,7	20,0	3,4
Diferencias en cambio	37,0	101,0	172,9	64,0
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
Gastos de pensionados	187,5	222,6	18,7	35,1
Gastos generales	44,2	46,7	5,7	2,5
Otros ^{b/}	90,4	83,1	(8,1)	(7,3)
2. Egresos no operacionales	3,3	6,4	91,0	3,0
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio	1.624,0	997,1	(38,6)	(626,8)

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

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

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

Fuente: Banco de la República.

- Los ingresos por comisiones serían inferiores en \$34 mm como resultado de la reducción de las tarifas de administración de los títulos TES, vigente desde julio de 2006, y del descenso en el volumen de las operaciones realizadas en el Sistema Electrónico de Negociación (SEN).
- Por último, se presentaría un mayor gasto neto de pensiones por \$35 mm debido a los menores rendimientos del portafolio constituido con los recursos del pasivo pensional (\$57 mm), y a la menor provisión de dicho pasivo (\$22 mm).

La proyección del P y G es sensible a los cambios que ocurran durante lo que resta del año en: i) las tasas de cambio de las monedas del portafolio de reservas, ii) el comportamiento de la tasa de cambio peso-dólar, iii) las tasas de negociación de los TES, y iv) en el nivel de reservas internacionales.

Dado que el principal determinante para la obtención de las utilidades proyectadas es el rendimiento de las reservas internacionales, la variación de las tasas de cambio de las monedas de reserva frente al dólar es una variable importante que debe considerarse en la distribución de utilidades del Banco. De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, dependiendo del comportamiento de las tasas de cambio de las monedas de reserva, puede ser necesario constituir, entre otras, una reserva de fluctuación de monedas⁵⁴.

⁵⁴ 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.