INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Introducción

En lo corrido de 2006 la economía colombiana muestra el mismo dinamismo observado en 2005. Al concluir el primer trimestre el producto interno bruto (PIB) alcanzó un crecimiento anual de 5,2%, igual al del año pasado. Este buen desempeño ha estado acompañado de una expansión vigorosa del consumo de los hogares, del orden de 5% en el primer trimestre, y de un incremento de la formación bruta de capital fijo cercano al 15%. Desde el punto de vista de los sectores productivos se destacan: la industria manufacturera (7,3%), la construcción (5,7%), el comercio (8,4%) y el transporte (9,7%). El buen dinamismo de la actividad económica ha permitido mantener la tendencia decreciente de la tasa de desempleo, que a mayo de 2006 era de 11,8% a nivel nacional, frente a 12,5% en mayo de 2005. Gracias al crecimiento sostenido del producto, ha sido posible reducir los niveles de pobreza, expandir la capacidad productiva y aumentar la productividad, lo cual mejora el bienestar y sienta las bases para mantener altas tasas de crecimiento en el futuro.

A la par con el crecimiento del producto y la disminución de la tasa de desempleo, se ha seguido avanzando en la reducción de la tasa de inflación. Al terminar el primer semestre se registró una inflación anual de 3,9%, considerablemente inferior a la de 4,9% del año 2005. Esta evolución del nivel de precios garantiza que se alcanzará cómodamente la meta de inflación que la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) fijó en el rango entre 4% y 5% para 2006.

Los factores descritos reflejan dinámicas positivas en varios frentes: i) la confianza de consumidores e inversionistas continúa aumentando y se sitúa en niveles históricamente altos; ii) el sector financiero se fortalece patrimonialmente con el buen desempeño de la actividad real, lo cual alienta a las entidades financieras a prestar y a competir mediante tasas de interés atractivas para los usuarios del sistema. Esto se refleja en el dinamismo de la cartera del sistema financiero que, al cierre de junio, crecía a tasas del 24% anual; iii) el desempeño del sector público también se ha visto favorecido por el buen comportamiento de la actividad económica a través de un

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

importante incremento en los recaudos tributarios; iv) a lo anterior se agrega un contexto externo favorable que se refleja en una demanda mundial dinámica y en niveles altos de los términos de intercambio, que contribuyeron a que el crecimiento en dólares de las exportaciones colombianas fuera de 17,4% en el primer trimestre de 2006.

El reto para la JDBR consiste en diseñar una política monetaria que permita alcanzar y mantener una tasa de inflación baja y estable, y que al mismo tiempo mantenga hacia el futuro las condiciones favorables para maximizar el crecimiento del producto compatible con la estabilidad de precios. Siendo éste, como tantas veces se ha reiterado, el objetivo fundamental de la autoridad monetaria, la JDBR decidió aumentar la tasa de interés de intervención en 50 puntos básicos (pb) en el curso del primer semestre. Ese incremento de la tasa de interés, decidido de manera oportuna y dentro de un rango en el cual la política monetaria sigue siendo expansiva, contribuye a garantizar que la economía continúe creciendo a la máxima tasa posible sin comprometer la estabilidad de precios. Este Informe profundiza en este tema y, en particular, examina cada uno de los canales de transmisión a través de los cuales la política monetaria actúa sobre la economía. Como quiera que este efecto se manifiesta con rezago, la autoridad monetaria tiene que adelantarse a los hechos tomando decisiones anticipadas que aseguren la estabilidad económica en el futuro.

Preservar la estabilidad macroeconómica requiere un conocimiento profundo de la economía, de sus fortalezas y debilidades. A este respecto, la alta volatilidad de los mercados financieros externos e internos observada recientemente, plantea la pregunta de qué tan vulnerable puede ser hoy la economía colombiana. Una reflexión de esta naturaleza es particularmente relevante, cuando se recuerda que en los años noventa la economía se movió de una situación de dinamismo a una de crisis, de la cual tardó varios años en recuperarse. El Informe aborda este tema de manera metódica, analizando los indicadores de vulnerabilidad de los sectores externo, real, fiscal y financiero, y comparándolos con sus niveles de los años noventa. El examen de la cifras permite concluir que las condiciones para mantener el dinamismo económico y asimilar choques imprevistos son mejores ahora de lo que lo eran a mediados de la década pasada, cuando la economía alcanzó un crecimiento superior a 5%, similar al actual. En particular, se destacan el mayor grado de apertura y el dinamismo de las exportaciones, la baja tasa de inflación, la mayor flexibilidad cambiaria, el alto nivel de reservas internacionales y la fortaleza de los indicadores del sistema financiero. Con todo, nunca es posible estar libre de riesgos y es tarea de las autoridades económicas estar siempre atentas a los mismos. En especial, es fundamental profundizar el ajuste fiscal y evitar desajustes excesivos en la cuenta corriente de la balanza de pagos y expansiones del gasto no compatibles con la expansión de la capacidad productiva.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

El presente Informe consta de diez capítulos: los primeros tres examinan la coyuntura de la inflación, la actividad económica y el empleo; en el capítulo IV se analiza el comportamiento de los mercados financieros y su volatilidad reciente; en el capítulo V se discute la política monetaria y cambiaria y se examinan las razones que explican las decisiones recientes de la JDBR sobre tasas de interés; en los capítulos VI y VII se analizan la evolución de la balanza de pagos y de la política fiscal, respectivamente; en el capítulo VIII se discute la vulnerabilidad de la economía colombiana, en comparación con la década de los noventa; en el capítulo siguiente se examina el nivel de reservas internacionales, sus criterios de administración, y presenta los indicadores de vulnerabilidad externa; finalmente, el Informe concluye con el análisis en el capítulo X de la situación financiera del Banco de la República. Adicionalmente, el Informe contiene tres recuadros los cuales responden a inquietudes presentadas a la JDBR en anteriores debates en el Congreso, como son: la inflación por niveles de ingreso (Recuadro 1); el crecimiento reciente de la productividad (Recuadro 2), y el desarrollo y perspectivas del sector petrolero (Recuadro 3). Finalmente, se presenta un recuadro sobre el régimen de contratación del Banco y la Ley 80 (Recuadro 4).

I. Inflación en el primer semestre de 2006 y perspectivas

En lo corrido del año la inflación ha tenido un comportamiento favorable. En los primeros seis meses de 2006 la inflación total al consumidor se redujo 90 pb y se situó en 3,9%, ligeramente por debajo del piso del rango meta definido por la JDBR (Gráfico 1); con esos datos se mantiene la reducción paulatina que ha presentado la inflación durante los 15 años de independencia del Banco de la República.

Gráfico 1

Inflación anual al consumidor (variación anual)

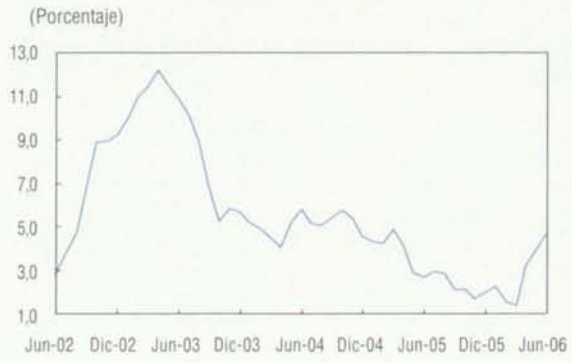
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Para todos los principales grupos en los que el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) descompone el índice de precios al consumidor (IPC) se presentaron caídas: en el caso de la inflación de alimentos el registro de junio fue de 4,7%, frente a 6,6% en diciembre; para el IPC sin alimentos la reducción fue igualmente importante,

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

pasando de 4,1% en diciembre a 3,6% en junio, caída que se concentró en los primeros tres meses del año; dentro de este último grupo la mayor reducción se presentó en el IPC de regulados, cuya inflación pasó de 6,7% a 3,8%.

Gráfico 2
Inflación anual del IPP total (variación anual)



Fuente: Banco de la República.

Respecto a la inflación al productor (IPP), las tendencias han sido menos claras, ya que en los últimos dos meses se presentaron algunos repuntes que obedecieron a la depreciación del peso y al aumento de algunos precios internacionales de materias primas, incluyendo el de los combustibles y el azúcar. El ritmo anual de aumento del IPP en el mes de junio fue de 4,8%, frente a 2,1% en diciembre (Gráfico 2); aun así, el registro de junio seguía estando acorde con las metas del Banco.

A. Inflación básica

La inflación básica o subyacente es aquel componente de la inflación al consumidor que se encuentra relacionado directamente con la política monetaria y la situación global de la economía. Para estimar esta medida se excluyen del IPC total aquellos precios que están sometidos a choques de oferta transitorios y enfrentan sistemáticamente cambios por factores de carácter más sectorial que macroeconómico; en particular, para el caso colombiano se busca excluir los choques más comunes a la inflación en Colombia: los originados en la oferta agrícola, en los precios de los combustibles y en los cambios en los subsidios de servicios públicos. En el Banco de la República se emplean tres indicadores para tal propósito: la inflación sin alimentos, el IPC núcleo 20[1] y el IPC sin alimentos primarios, combustibles, servicios públicos ni transporte público.

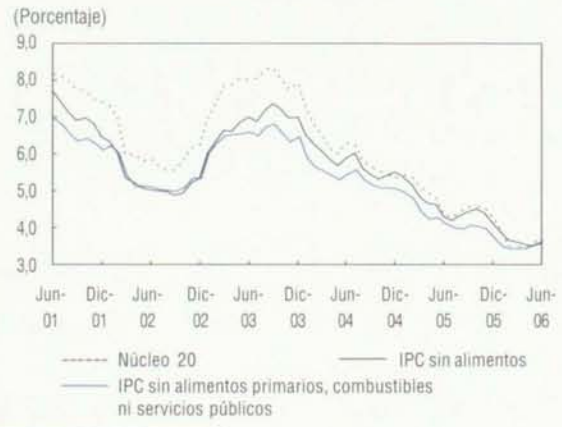
Al igual que la inflación sin alimentos, los otros indicadores de inflación básica (núcleo 20 e IPC sin alimentos primarios ni servicios públicos) mantuvieron una tendencia decreciente durante el primer trimestre del año,

[1] El IPC núcleo 20 trata de excluir ítems de la canasta del IPC cuya variación de precios tiene alta volatilidad; en particular, para su medición se excluye el 20% de los ítems que conforman la canasta del IPC cuya variación de precios mostró la mayor volatilidad durante el periodo de referencia de diciembre de 1989 a abril de 1999.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 3

Indicadores de inflación básica (variación anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4

Inflación transable y no transable sin alimentos ni regulados (variación anual)

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

alcanzando niveles mínimos históricos en marzo y permaneciendo estables en los siguientes dos meses. A junio, el promedio de los tres indicadores más utilizados mostraba una inflación anual de 3,6%, significativamente inferior que la registrada en diciembre (4,0%) y por debajo del piso del rango meta (Gráfico 3).

La reducción de los indicadores de inflación básica en el primer semestre de 2006 fue mayor que la prevista en los pronósticos del Banco y se dio fundamentalmente por el comportamiento de los precios de bienes y servicios regulados, en particular por los bajos reajustes en servicios públicos y en transporte urbano. Los otros dos componentes en los cuales resulta útil descomponer la inflación básica o sin alimentos –transables y no transables– se mantuvieron relativamente estables en estos seis meses. La inflación de transables sin alimentos ni regulados se situó cerca de 2,2%, con alguna tendencia decreciente a comienzos de año, el cual se revirtió en mayo y junio. Aún no se observa un efecto significativo de la depreciación del peso de los últimos meses sobre la inflación de transables, ni sobre la inflación total; por su parte, la inflación de no transables sin alimentos ni regulados osciló entre 4,5% y 4,6%, en línea con la meta (Gráfico 4).

En el Cuadro 1 se compara el comportamiento de la inflación sin alimentos entre enero y junio de 2006 frente a igual período de 2005, según el papel que desempeñó cada uno de los tres grandes grupos reseñados anteriormen-

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 1

Comportamiento de la inflación por grupos de productos

(Puntos básicos)

	Contribución a la reducción de la inflación sin alimentos entre:	
	Diciembre (2004) y junio (2005)	Diciembre (2005) y junio (2006)
Inflación sin alimentos	(124)	(55)
Transables	(48)	(3)
No transables	(32)	2
Regulados	(44)	(54)

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

te: aquí se observa que la mayor contribución a la reducción de la inflación sin alimentos en el año en curso provino casi exclusivamente del buen comportamiento de los precios de regulados con una reducción de 54 pb. La contribución de transables y no transables fue prácticamente nula, aunque tampoco ejercieron presiones alcistas. La situación de 2006 contrasta fuertemente con la de 2005 (y años anteriores), cuando la reducción de la inflación básica o sin alimentos descansó fundamentalmente en los transables y no transables, mientras los regulados aumentaban muy por encima de la inflación total.

Gráfico 5

Inflación anual de alimentos primarios y perecederos

Fuente: DANE-Encuesta Continua de Hogares.

B. Inflación de alimentos

Como se tenía previsto, la inflación anual de alimentos ha presentado una tendencia decreciente en los primeros seis meses de 2006; así, entre diciembre de 2005 y junio de 2006 pasó de 6,6% a 4,7%. No obstante, la caída ha resultado más moderada que la prevista inicialmente y ello ha sido resultado de aumentos no anticipados en los precios de varios alimentos perecederos o de origen primario, algo que está relacionado con los problemas de transporte e inundaciones generados por las fuertes lluvias de los meses anteriores.

La evolución de los precios de alimentos primarios contrasta con la de los procesados, cuyo ritmo de ajuste anual decreció abruptamente en los primeros

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

tres meses del año y para junio se situaba en sólo 3,9% (Gráfico 5). Esta tendencia ya se venía observando desde comienzos de 2005 y ha estado asociada con la apreciación del tipo de cambio (hasta marzo de 2006) y con bajos niveles de los precios internacionales de varios alimentos importados (como cereales y oleaginosas).

C. Factores que han afectado la inflación en lo corrido de 2006

En lo corrido de 2006 varios factores han incidido en el comportamiento de la inflación:

- El descenso de la inflación frente al año anterior ha tenido que ver, esencialmente, con los choques de oferta, en particular con el comportamiento del precio de los alimentos y de los regulados. Esta última reducción hizo posible, en gran medida, la fuerte disminución de la inflación básica. Aunque la apreciación pudo haber desempeñado algún papel al neutralizar el aumento del precio internacional y de referencia de los combustibles, la principal explicación de la tendencia de los regulados tiene que ver con el fin del proceso de desmonte de los subsidios y con el aplazamiento de los reajustes de tarifas de transporte urbano.

- Las expectativas de inflación continuaron reduciéndose en la primera mitad de este año y se mantuvieron alineadas con la meta. Los resultados más recientes de la encuesta trimestral del Banco, recogida en abril, indicaban que las firmas esperan que la inflación se sitúe en 4,6% para finales de año. La encuesta mensual efectuada a operadores del mercado financiero en julio mostraba expectativas similares (4,2%). Igualmente, la credibilidad en la meta se encontraba en un nivel históricamente alto: 90,1% de los encuestados consideraban que ésta se cumplirá en 2006. Todo lo anterior sugiere que las expectativas continuaron contribuyendo a reducir la inflación en los primeros meses de 2006, de manera similar a como ocurrió en 2005, y que además su efecto pudo haber contrarrestado algunas presiones alcistas originadas en los aumentos salariales y en el fuerte crecimiento de la demanda.

- La apreciación del peso fue limitada en el primer bimestre y a partir de marzo se presentó una fuerte depreciación. Gracias al rezago con el que se transmiten los movimientos del tipo de cambio a los precios, hacia el mes de junio el nuevo panorama cambiario todavía no se había reflejado en un aumento de la inflación al consumidor, en particular en la de bienes transables; sin embargo, la contribución de ese factor a la reducción de la inflación ha disminuido en los últimos meses.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

D. Perspectivas de la inflación

Para lo que resta del año no se esperan grandes cambios en la inflación, en particular en la inflación básica; por lo tanto, no se considera probable que se presenten reducciones adicionales importantes –como las observadas a comienzos de año–. Los pronósticos del Banco indican que la inflación sin alimentos podría situarse alrededor del piso del rango meta en diciembre. Para la inflación total los pronósticos son similares.

Se considera que de mantenerse la depreciación del peso observada en meses anteriores habría algún impacto sobre la inflación de transables en el segundo semestre del año y a comienzos de 2007; de todas maneras, como lo indican experiencias pasadas, el impacto de la depreciación tendría un efecto moderado sobre los precios al consumidor si se mantiene en los rangos observados hasta julio; incluso, si las presiones sobre el peso aumentan su efecto sobre los precios sería mayor, y se sentiría a finales de 2006 y en 2007.

En materia de presiones inflacionarias de demanda se considera que la situación en lo que resta del año y, en especial para el próximo, será menos holgada que en el pasado, dado el dinamismo que se anticipa para el gasto y los pocos excesos de capacidad productiva disponible. En cualquier caso, en este contexto, para 2007 la reducción de la inflación tendrá que basarse en una postura monetaria creíble que ancle la inflación a las metas. No obstante, conviene señalar que la inversión ha continuado aumentando a buen ritmo, lo cual incrementa la capacidad de producción y ayuda a moderar presiones a alzas en precios. Cabe recordar que la JDBR predefinió un rango entre 3,0% y 4,5% sobre el cual en noviembre de 2006 definirá la meta de inflación para 2007.

Los aumentos recientes en los precios de materias primas (combustibles y metales básicos, entre otros) anticipan mayores presiones de costos. Respecto a los salarios, los reajustes efectuados en lo corrido del año, del orden del 7%, estarían siendo compensados por un mayor crecimiento en la productividad del trabajo según lo muestra la información más reciente. Este hecho, junto con una tasa de desempleo todavía alta, limita los efectos sobre costos y precios.

Con respecto a los precios de los regulados, para el segundo semestre del año se espera que continúen ajustándose a un ritmo acorde con las metas de inflación, por lo menos en lo que atañe a los servicios públicos y al transporte colectivo; pero para comienzos del próximo año se esperan algunos repuntes que obedecerían a razones estadísticas (no se repetiría la reducción de tarifas de acueducto que se observó a comienzos de este año) y por la actualización en las tarifas de transporte que se han efectuado en lo corrido

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

de 2006. Para finales de este año y en especial en 2007 también es posible que se presenten ajustes en los precios de los combustibles mayores que los observados en los trimestres anteriores, como consecuencia del aumento en el precio internacional y del mayor nivel del tipo de cambio.

Algunas contribuciones a la reducción de la inflación podrían provenir del precio de los alimentos, en especial de los perecederos, para los cuales se esperan ajustes bajos o reducciones durante buena parte del segundo semestre. Este comportamiento obedecería al ciclo normal de la producción de estos bienes, la cual debería repuntar significativamente como respuesta a los altos precios relativos del año pasado. Para los alimentos no perecederos, especialmente los importados, no se descartan algunos repuntes en precios en repuesta a la depreciación reciente y a algunos aumentos esperados en los precios externos.

Finalmente, las expectativas de inflación seguirían favoreciendo ajustes moderados en precios en lo que resta del año, acordes con la meta de inflación establecida por la JDBR.

RECUADRO 1
LA INFLACIÓN POR NIVELES DE INGRESO

La información del DANE sobre precios permite obtener el resultado del IPC por niveles de ingreso o estratos: alto, medio y bajo, los cuales representan el 22%, 54% y 24% del total nacional. Como se observa en el Gráfico R1.1, la inflación total al consumidor por niveles de ingreso ha exhibido tendencias similares entre sí a lo largo de la década, incluida la primera mitad de 2006, al tiempo que para las tres series se presenta un decrecimiento significativo respecto de las mediciones efectuadas a finales de 2005.

Gráfico R1.1
Inflación al consumidor por niveles de ingreso (variación anual)

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Aun así, para cada año en particular el nivel de

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

inflación anual puede diferir entre un estrato y otro de manera significativa; dispersión especialmente importante a comienzos de la década, cuando la diferencia entre los estratos con máxima y mínima inflación era de dos puntos porcentuales, pero ha tendido a reducirse con el transcurso del tiempo. Para mayo de 2006 la mínima inflación anual se observó en el estrato alto, con 3,5%, mientras la máxima se detectó en el estrato medio, con 4,4%; incluso el estrato bajo tenía una inflación de 3,7%, muy similar al promedio.

A lo largo de la década la inflación para estratos bajos ha tendido a permanecer por encima del promedio durante más tiempo, frente a estratos altos y medios; lo que en general se podría explicar por el papel desempeñado por los precios de servicios públicos, los alimentos y el transporte colectivo urbano. Con respecto a los servicios públicos, a comienzos de la década se efectuaron ajustes importantes en sus tarifas como resultado del desmonte parcial de los subsidios al consumo, ajustes que fueron más fuertes en las tarifas de estratos bajos, los cuales eran los más subsidiados. En alimentos, los precios relativos aumentaron a comienzos de la década por varias razones, entre las cuales resalta la gran devaluación que se observó. Esta situación afecta más a los niveles de ingresos bajos, cuyo gasto se concentra más en alimentos. Finalmente, los aumentos en el precio del transporte público urbano también han sido considerables y duraderos desde hace varios años y este gasto también es más importante en estratos bajos.

En los trimestres pasados, el bajo incremento en las tarifas de servicios públicos, unido a los pequeños reajustes en educación, permitió una caída de la inflación para la población de ingresos bajos, en mayor grado que para el total nacional.

II. Actividad económica

A. Situación económica actual

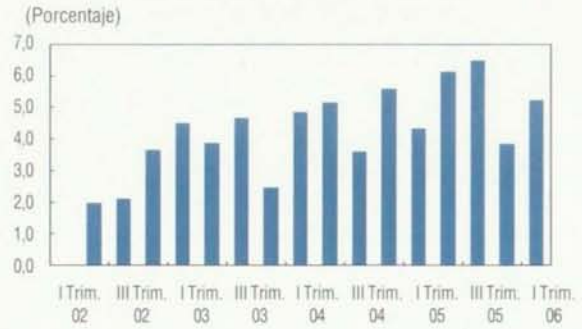
Con la información más reciente del DANE se puede apreciar que la economía colombiana continuó en una fase de expansión en el primer trimestre de 2006. En este período, el crecimiento del PIB fue de 5,2%, con lo cual se completaron más de cuatro años de recuperación económica (Gráfico 6).

El crecimiento del primer trimestre de 2006 siguió liderado por la fortaleza de la demanda interna, la cual continuó creciendo por encima del PIB total (8,8%) (Gráfico 7). El consumo de los hogares creció 5,0%, mientras que la inversión total creció a tasas superiores al 25%. El consumo de

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 6

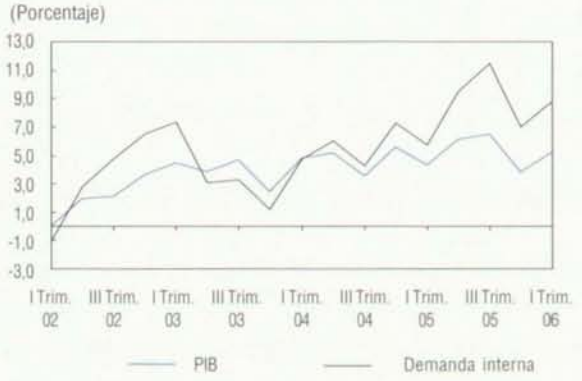
Crecimiento anual real del PIB



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 7

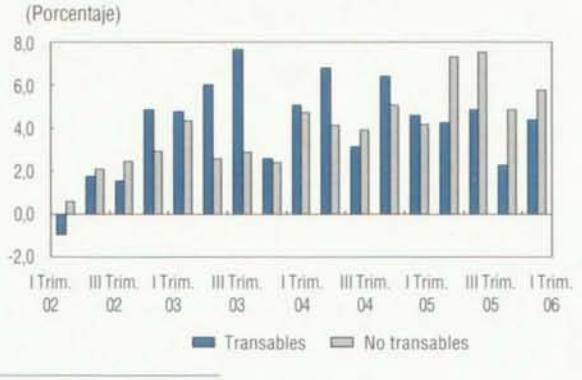
Crecimiento anual real del PIB y de la demanda interna



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 8

Crecimiento anual del PIB real de los sectores transables y no transables



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

las administraciones públicas creció moderadamente (3,2%), probablemente afectado por la Ley de Garantías Electorales.

En el plano sectorial, el crecimiento del PIB fue mayor en los sectores no transables (5,7%), aunque con una expansión importante de los transables (4,4%) (Gráfico 8). En el primer trimestre el crecimiento se vio favorecido por el mayor número de días hábiles, dado que este año la Semana Santa se presentó en abril, mientras que en 2005 lo había hecho en marzo. De la misma manera, los sectores que más crecieron fueron las obras civiles (17,8%), el sector de transporte y comunicaciones (9,7%), el comercio (8,4%) y la industria manufacturera (7,3%).

Otros sectores como el agropecuario, la construcción privada y los servicios del Gobierno aportaron modestamente al crecimiento. En el caso del sector agropecuario esto se explica, principalmente, por la mala cosecha de café del año cafetero 2005-2006, la cual, desde principios del año, se preveía con problemas dado el estado del clima en el último semestre, la cual habría afectado la floración de los cafetos y posteriormente la producción.

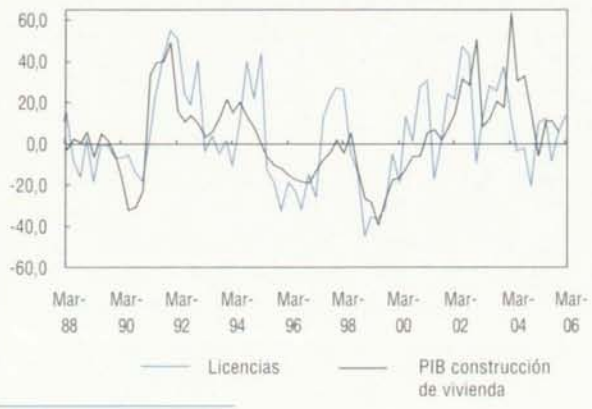
Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

La construcción privada tuvo un desempeño negativo (-1,1%), a pesar de que, con información del censo de la construcción, las obras en proceso crecían a buen ritmo (19,8%); otros indicadores, como el de las licencias de construcción, crecieron 9,9% en el semestre que antecedió a marzo de 2006 (Gráfico 9). Con esta información, es posible que esta desaceleración a futuro sea transitoria o menos fuerte de lo que aparece en el primer trimestre; no obstante, se debe señalar que en este período hubo un aumento significativo de las obras paralizadas.

Gráfico 9

Variación anual de las licencias y del PIB de la construcción

(Variación porcentual anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Por su parte, el consumo de los hogares creció en todos sus componentes, en especial el de bienes durables (18%), mientras el consumo de bienes no durables tales como alimentos, bebidas, servicios públicos, productos farmacéuticos y de mantenimiento del hogar, entre otros, crecieron 3,6%, por encima de lo observado en 2005; a su vez, el consumo de los bienes semidurables (vestido, calzado, cristalería, productos metálicos, libros, etc.) y los servicios (principalmente alquiler de vivienda, servicios sociales comunales y personales, y del comercio) crecieron por encima de 4,0%.

La formación bruta de capital fijo (FBCF) más dinámica fue la de maquinaria y equipo (26,9%) y equipo de transporte (28,3%). Por su parte la inversión del sector agropecuario creció cerca del 5,0%, mientras que la FBCF en construcción de vivienda y edificaciones tuvo una contracción no esperada de 1,2%. La inversión privada, definida como la FBCF sin obras civiles, creció 14%, mientras que la FBCF con obras civiles creció 17,8%. En conjunto, la inversión total alcanzó el 22,0% del PIB, un nivel sólo superado en 1994 y 1995.

El buen comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo y en equipo de transporte se reflejó en el crecimiento de las importaciones de bienes de capital, que para el primer trimestre de 2006 crecían 26,5% en dólares. Las importaciones totales crecieron 23,1% en términos reales.

Las exportaciones totales crecieron 6,6% en pesos reales en el primer trimestre (24,7% en dólares). Los productos tradicionales mostraron un moderado

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 10

Exportaciones totales, tradicionales y no tradicionales (crecimientos anuales de los últimos 12 meses)

(Porcentaje)

Fuente: DANE.

dinamismo, creciendo 2,9% en conjunto. Las exportaciones de café han mostrado un mal desempeño en lo que va del año (-24,8%), al igual que las de ferroníquel (-11,6%). De otro lado, las exportaciones de petróleo crecieron 3,5% y las de carbón 19,4%; las no tradicionales se recuperaron de la caída sufrida en el último trimestre de 2005 y crecieron 8,8%. Los crecimientos fueron muy superiores con las cifras en dólares, gracias al buen comportamiento de los términos de intercambio. Al finalizar el primer trimestre de 2006 el valor en dólares de las exportaciones tradicionales crecía al 30,0% en el acumulado para 12 meses, mientras el de las no tradicionales sin oro ni esmeraldas, aumentaba 21,5% (Gráfico 10).

B. Perspectivas económicas

A junio, la información disponible sugiere que el dinamismo económico se mantendrá en lo que resta de 2006. Para el año, en promedio, los analistas económicos prevén un crecimiento del PIB de 4,6%, en tanto que, para 2007, los analistas proyectan un crecimiento promedio de 4,0% (Cuadro 2).

A pesar de la volatilidad experimentada en el contexto externo en los meses recientes, se espera que la demanda externa y los términos de intercambio continúen favoreciendo el dinamismo económico: en efecto, en el segundo trimestre de 2006 el panorama internacional estuvo caracterizado por un menor apetito por riesgo y una alta volatilidad en los mercados financieros, sobre todo de las economías emergentes. Esto ha estado asociado con la incertidumbre sobre el final del ciclo contractivo de la política monetaria en los Estados Unidos, con la devaluación reciente del dólar, que puso nuevamente a pensar a los agentes en la fragilidad de dicha economía y, con los aumentos esperados en las tasas de interés en otros países desarrollados. A pesar de estos cambios, se proyecta un crecimiento relativamente alto de algunas economías desarrolladas (Europa y Japón), que junto con el dinamismo de China e India compensarían, en buena medida, la pérdida de dinamismo que tendría lugar en la economía estadounidense.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 2

Pronóstico del crecimiento anual real del PIB de Colombia

(Porcentaje)

	2006	2007
Bear Stearns	5,2	4,8
Credit Suisse	5,2	4,5
Corfivalle	5,0	4,4
BBVA Banco Ganadero	4,9	3,6
Banco de Bogotá	4,8	4,4
Bancolombia Suvalor	4,8	3,8
Fedesarrollo	4,7	4,5
Dresdner Bank	4,6	4,4
JP Morgan Chase	4,5	4,0
Santander Colombia	4,5	4,0
Citigroup	4,5	4,0
Global Insight	4,4	3,8
IDEA global	4,4	4,1
ANIF	4,4	4,2
UBS	4,0	3,9
Fernández Riva	3,6	1,8
Promedio	**4,6**	**4,0**
Promedio nacionales	4,6	3,9
Promedio extranjeros	4,6	4,2

Fuente: Latin American Consensus Forecast, junio de 2006.

De otro lado, aunque la volatilidad en los mercados financieros puede haber afectado los precios de algunos bienes básicos, todo sugiere que los precios de los principales bienes de exportación colombianos permanecerán relativamente altos en lo que queda de 2006. Así, por ejemplo, de acuerdo con el Banco Mundial, en 2006 el petróleo West Texas Intermediate (WTI) tendrá un precio promedio de US$69,3 por barril, subiendo incluso en 2007 a US$73,7 por barril. El precio del café, que en promedio estuvo en US$1,17 la libra en 2005, terminaría 2006 con un precio promedio de US$1,16 y llegaría a US$1,04 en 2007. Otros bienes de exportación importantes como el carbón y el ferroníquel también muestran una estabilidad relativa en niveles altos de sus precios internacionales.

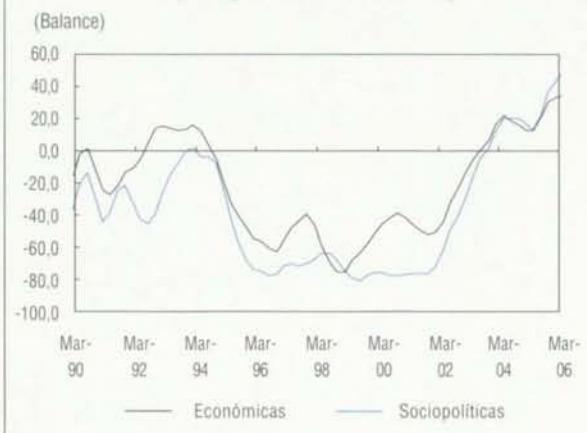
La alta volatilidad de los mercados financieros ha tenido un impacto negativo indudable sobre los flujos de capitales privados: como se explica en el capítulo VI de este informe, para 2006 se prevén salidas netas de capitales privados sin inversión extrajera directa (IED) de alrededor de US$2.000 millones (m), frente a entradas netas de US$362 m que tuvieron lugar en 2005; sin embargo, este efecto no significa que la economía deba ajustarse a una menor disponibilidad de recursos externos, dada la evolución proyectada de los flujos de IED, del financiamiento público, y el buen dinamismo de las exportaciones.

El contexto interno también seguirá contribuyendo de forma importante al crecimiento; ya que, además de las mejoras notables en el empleo, la

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 11

Condiciones para la inversión de la industria (componente tendencial)



Fuente: EOE-Fedesarrollo

confianza actual de consumidores e inversionistas seguirá impulsando la demanda interna, como fue la tendencia en el primer trimestre de 2006. Indicadores como el de la Encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo muestran que la inversión continuará fuerte, gracias a las buenas condiciones económicas y sociopolíticas que se viven en el país (Gráfico 11).

En la actualidad se mantienen diversos proyectos de inversión en los diferentes sectores: los pronósticos muestran que el sector petrolero, el cual absorbió cerca de US$1.200 m en 2005, recibiría más de US$2.300 m entre 2006 y 2007; adicionalmente, la agenda de privatizaciones del Gobierno podría generar inversión extranjera directa en el país por US$1.200 m entre este año y el siguiente[2].

La información disponible permite esperar proyectos importantes de inversión en sectores como las telecomunicaciones, la industria y los servicios, en parte por la ampliación del grado de utilización de la capacidad instalada, que desde hace algunos trimestres ya se encuentra en los promedios históricos, y también por las perspectivas de negocios que acompañarían el cierre y aprobación del Tratado de Libre Comercio (TLC) con los Estados Unidos. Según la Encuesta de opinión empresarial conjunta (EOIC), que coordina la Asociación Nacional de Industriales (ANDI), cada vez más empresarios adoptan estrategias de inversión frente al TLC (64% de las empresas), y los proyectos en los cuales más recursos se invierten tienen que ver con la modernización de plantas y procesos productivos y con el aumento de competitividad.

Aunque desde finales de 2003 se observan tasas de crecimiento del consumo mayores al crecimiento de la población, y el consumo per cápita aún permanezca por debajo de los niveles máximos que alcanzó en la década de los noventa (Gráfico 12), el consumo de los hogares es otro rubro de la demanda interna para el cual se prevén crecimientos importantes

[2] Se estima que la venta de Telecom, Granbanco, Propal y Monómeros Colombo-Venezolanos, así como la concesión de la Refinería de Cartagena y del Aeropuerto El Dorado, entre otros proyectos de privatización, podría generar recursos de IED hasta por una cuantía cercana a los US$1.200 m.

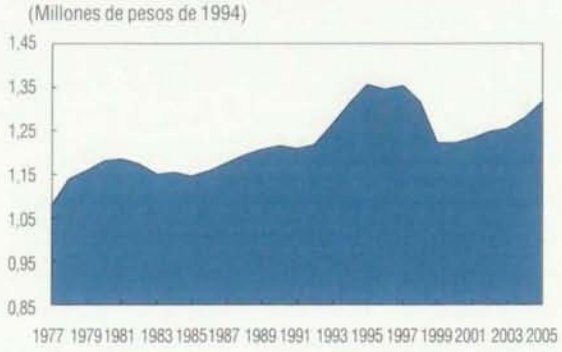
Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

en el futuro cercano, incluso superiores al 5,0%; no obstante, rubros de consumo como el de bienes no durables y servicios aún no registran el dinamismo observado en el consumo de bienes durables.

Además de los mayores ingresos laborales y de las transferencias netas desde el exterior en forma de remesas –que ahora parecen más estables–, los hogares han encontrado diversas fuentes de financiamiento para su consumo: las bajas tasas de interés que se ofrecen para el mercado hipotecario continuarán liberando recursos para el consumo y la inversión que antes tenían como destino el pago de las obligaciones financieras; el crédito de consumo continúa creciendo, y el crédito obtenido a partir de compras y avances con tarjetas de crédito completó 40 meses creciendo a tasas superiores al 25%, en términos reales, para el acumulado de 12 meses (Gráfico 13).

Gráfico 12

Consumo per cápita de los hogares (*)



(*) Estimaciones de población intercensal del Banco de la República, con información del DANE.

Fuente: DANE, DNP y Banco de la República.

Gráfico 13

Ventas y avances reales con tarjetas de crédito (últimos 12 meses)

Fuente: Red Multicolor.

Dados los factores descritos en el contexto externo e interno, las tendencias apuntan a que el crecimiento de 2006 esté entre 4,5% y 5,0%, con una consolidación del consumo de los hogares y con crecimientos importantes de la inversión privada (11,2%) y de obras civiles (12,7%). Según los modelos de proyección del Banco, las exportaciones totales crecerían 4,8% en términos reales (Cuadro 3). Por su parte, con el consumo y la inversión creciendo a tasas altas se espera que las importaciones continúen mostrando un dinamismo importante (17,2%). Cabe anotar que el crecimiento seguirá concentrado en los sectores no transables (5,3%) aprovechando la buena coyuntura de la demanda interna (Cuadro 4).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 3

Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

(Porcentaje)

	2004	2005	2006 (*)
Consumo final	**3,8**	**4,7**	**5,5**
Hogares	4,0	4,7	5,3
Gobierno	3,3	4,8	6,2
Formación bruta de capital	**14,5**	**25,2**	**15,2**
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	13,6	19,4	11,5
FBCF sin obras civiles	23,4	17,7	11,2
Obras civiles	(18,8)	28,1	12,7
Demanda interna	**5,6**	**8,4**	**7,5**
Exportaciones totales	**11,3**	**6,3**	**4,8**
Importaciones totales	**15,8**	**22,6**	**17,2**
PIB	**4,8**	**5,2**	**4,8**

(*) Proyección Banco de la República.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Cuadro 4

Crecimiento real anual del PIB sectorial

(Porcentaje)

	2004	2005	2006 1/
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	4,2	2,9	1,8
Explotación de minas y canteras	3,1	3,0	2,3
Electricidad, gas y agua	2,7	3,2	2,4
Industria manufacturera	7,0	3,9	4,0
Construcción	10,8	11,9	6,6
Edificaciones	33,5	4,3	3,2
Obras civiles	(18,8)	28,1	12,7
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6,1	9,4	6,1
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,4	5,1	6,5
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	4,5	3,5	1,0
Servicios sociales, comunales y personales	2,7	4,0	5,7
Intermediación financiera medida indirectamente	11,9	8,5	(3,6)
Subtotal valor agregado	4,6	4,6	4,4
PIB	**4,8**	**5,2**	**4,8**
Impuestos, menos subsidios	7,4	13,3	9,9
Servicios financieros netos de SIFM 2/	2,3	1,9	2,6
Transables	5,3	4,0	3,9
No transables	4,4	6,0	5,3

1/ Proyección Banco de la República.

2/ SIFMI: Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

III. Empleo y desempleo en Colombia, 2002-2005

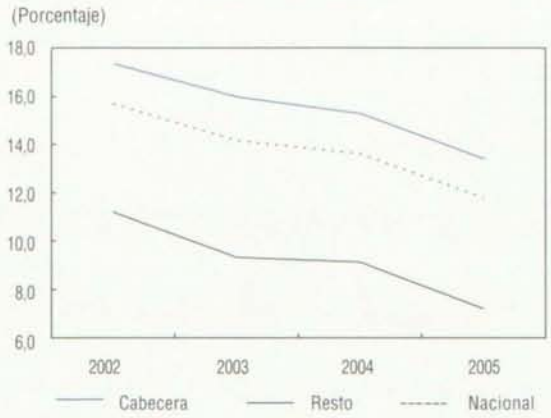
En este capítulo se hace un recuento sobre la evolución reciente del empleo y el desempleo en años recientes, el análisis se hace con frecuencia anual para asegurar la representatividad de los datos; para ello se toma el promedio, de cada año, de la tasa general de participación (TGP), la tasa de desempleo (TD) y la tasa de ocupación (TO)[3].

A partir de 2002 la recuperación de la actividad económica se ha reflejado en el mercado laboral: la TGP y la TD presentan una tendencia decreciente; así, la disminución de la TGP se asocia con una mejoría de las condiciones económicas de los hogares, permitiendo que los miembros más jóvenes del hogar retornen a actividades educativas y, en algunos casos, que el cónyuge vuelva a los oficios del hogar. Al descenso en la TGP han contribuido los programas de retención escolar del Gobierno nacional. Por otra parte, la tendencia decreciente de la TD (Gráfico 14) está relacionada con el aumento de la ocupación. En el período 2002-2005 el número de ocupados en las cabeceras aumentó en 1,2 millones de personas; este incremento de plazas laborales no sólo fue más que suficiente para absorber el aumento de la población económicamente activa, sino que permitió reducir el total de desocupados en 475.000 personas (Cuadro 5).

La recuperación en el mercado laboral no se ha presentado de manera simétrica entre los diferentes grupos de población (Cuadro 6): la información para cabeceras municipales muestra que a pesar de la caída en la tasa de desempleo entre 2002 y 2005, los jóvenes (véanse categorías menores de 18 años y entre 18 y 24 años) todavía son el grupo de población más afectado, pues la tasa de desempleo continúa por encima del 20%. Así mismo, en

Gráfico 14

Tasa de desempleo



Fuente: DANE-ECH.

[3] La TGP es la relación entre la población económicamente activa (PEA) (todas las personas que participan en el mercado laboral, es decir los ocupados y los desocupados) y la población en edad de trabajar (la población mayor de 12 años en las cabeceras municipales y mayor de 10 años en las zonas rurales), tasa que puede ser interpretada como un indicador de la oferta de trabajo; por su parte, la TD es la proporción de la población económicamente activa que se encuentra desocupada, y la TO se define como el número total de personas ocupadas sobre la población económicamente activa.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 5

Población económicamente activa

Número de personas	Cabecera		Resto		Nacional	
	2002	2005	2002	2005	2002	2005
Población económicamente activa (a + b)	**14.615.233**	**15.362.570**	**5.089.471**	**5.115.337**	**19.704.704**	**20.477.907**
a) Desocupados	2.513.092	2.037.433	571.400	368.524	3.084.492	2.405.957
b) Ocupados	12.102.141	13.325.137	4.518.071	4.746.813	16.620.212	18.071.950
i. Subocupados	4.919.681	4.808.603	1.853.286	1.669.244	6.772.967	6.477.847
ii. Resto	7.182.460	8.516.534	2.664.786	3.077.569	9.847.245	11.594.103

Fuente: DANE-ECH.

Cuadro 6

Cabeceras municipales

	Tasa global de participación		Tasa de ocupación		Tasa de desempleo		Tasa de subempleo	
	2002	2005	2002	2005	2002	2005	2002	2005
Total	62,5	61,0	51,7	52,9	17,2	13,3	33,7	31,3
Grupos de edad								
Menores de 18	18,2	13,5	12,9	10,4	29,6	23,3	30,5	28,7
18-24	67,8	65,6	46,1	47,6	31,9	27,4	34,7	33,5
25-55	82,1	81,9	71,1	73,5	13,4	10,3	35,0	32,3
Mayores de 55	38,1	36,9	34,5	34,4	9,4	6,7	24,5	22,5
Nivel educativo								
Ninguno	43,7	41,8	39,4	39,0	9,9	6,7	37,9	32,3
Primaria incompleta	55,8	52,6	48,3	47,7	13,3	9,3	39,1	36,2
Primaria completa	64,8	62,6	55,8	56,6	13,9	9,5	36,5	33,2
Secundaria incompleta	47,6	44,0	38,4	37,7	19,4	14,4	36,1	34,4
Secundaria completa	78,1	76,5	61,6	63,6	21,0	16,8	31,7	30,3
Superior	76,9	76,1	64,5	66,1	16,1	13,1	28,2	26,6
Parentesco								
Jefe	78,9	77,0	71,8	72,2	9,0	6,2	34,4	31,2
Cónyuge	56,1	55,0	46,4	48,2	17,3	12,5	32,3	29,8
Hijos	54,0	52,7	39,0	40,5	27,8	23,2	34,9	33,4
Otros parientes	48,6	46,8	36,9	38,0	24,0	18,8	33,4	31,8
Otros no parientes	77,3	77,0	69,8	71,0	9,7	7,8	23,1	20,5

Fuente: ECH-DANE.

los hogares los cónyuges y los hijos presentan tasas de desempleo que duplican y cuadruplican, respectivamente, la de los jefes del hogar; sin embargo, es importante destacar la disminución de la TGP para los jóvenes menores de 18 años y su efecto positivo para la sociedad. La población ubicada en ese rango de edad debería estar dedicada a asistir a centros educativos para completar su proceso de formación básica y secundaria, y no estar participando en el mercado laboral.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Con respecto al subempleo[4] se encuentra que éste afecta a todos los grupos de población por igual, ya que la ocurrencia de este fenómeno, a pesar de haber mostrado una reducción entre 2002 y 2005, aún es alta, afectando al menos a la cuarta parte de la población ocupada.

La información sobre los ingresos laborales de la población ocupada muestra una recuperación en los cuatro años anteriores (Cuadro 7). La proporción de personas que reciben mensualmente una remuneración por su trabajo inferior a un salario mínimo legal vigente se redujo de 36,1% en 2002 a 30,6% en 2005. Si bien es preocupante que la tercera parte de la población ocupada devengue un ingreso inferior al establecido por la ley, es importante señalar que esta información no tiene en cuenta las horas trabajadas (una parte de la población ubicada en esta categoría puede estar teniendo una jornada laboral menor a 48 horas semanales), es decir que no necesariamente implica que se esté violando la legislación en materia laboral.

Por grupos de población, los más afectados por este fenómeno son los jóvenes menores de 18 años, donde el 86,6% de los ocupados recibe menos de

Cuadro 7

Porcentaje de la población ocupada que tiene un ingreso laboral inferior a un salario mínimo mensual legal vigente (SMLV), con ajuste a cuentas nacionales

	Cabeceras municipales			
	Ocupados		Subocupados	
	2002	2005	2002	2005
Total	36,1	30,6	51,1	45,9
Grupos de edad				
Menores de 18	84,5	86,6	89,9	89,3
18-24	44,9	39,2	58,6	53,8
25-55	30,1	24,8	45,7	40,4
Mayores de 55	44,2	41,1	59,8	60,0
Nivel educativo				
Ninguno	68,6	63,9	77,1	74,7
Primaria incompleta	57,8	51,6	70,3	64,7
Primaria completa	46,0	39,3	61,5	55,0
Secundaria incompleta	44,8	39,1	58,5	53,4
Secundaria completa	28,2	25,4	44,9	42,8
Superior	11,1	10,4	19,5	20,4
Parentezco				
Jefe	27,5	22,0	41,8	35,9
Cónyuge	45,5	41,3	62,6	60,2
Hijos	44,6	37,9	56,7	51,1
Otros parientes	42,0	36,3	55,5	49,5
Otros no parientes	23,2	18,3	39,5	34,5

Fuente: DANE-ECH; metodología: imputación de ingresos de Francisco Lasso (2005).

[4] Una persona ocupada se considera subempleada si quiere trabajar más horas o si *desea* cambiar el trabajo que tiene actualmente para mejorar la utilización de sus capacidades o porque *desea* mejorar sus ingresos.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

un salario mínimo al mes por su trabajo; sin embargo, la información disponible muestra que en 2005 el 80% de los ocupados en este grupo de edad tenía una jornada laboral de medio tiempo o inferior. De otro lado, por nivel educativo, las personas con un menor grado de escolaridad consiguen empleos mal remunerados. La información de la encuesta continua de hogares (ECH) indica que en 2005 el 49% de la población ocupada en las cabeceras municipales tenía un nivel de formación equivalente o inferior al de secundaria incompleta; en el caso de las personas subocupadas, las tendencias anteriormente señaladas se acentúan, lo que indica que en la mayoría de los casos el subempleo se asocia con una menor remuneración salarial frente a trabajos equivalentes.

La información presentada sugiere que para continuar reduciendo la tasa de desempleo se requiere lograr un crecimiento económico alto y sostenible; seguir avanzando en las políticas de educación, entrenamiento y capacitación de la población, para que puedan acceder a trabajos más productivos y mejor remunerados y, aumentar el grado de flexibilidad en los mercados laborales[5].

RECUADRO 2
EL CRECIMIENTO RECIENTE DE LA PRODUCTIVIDAD EN COLOMBIA

La sostenibilidad de la reciente recuperación de la actividad económica en Colombia no sólo depende del crecimiento de los factores productivos: capital y empleo, sino también es función de lo que suceda con la productividad. La evolución de esta variable es muy importante para la economía en general, ya que contribuye directamente al proceso de crecimiento, estimula la inversión, permite que el aumento del producto no se refleje en una mayor tasa de inflación y, por otra parte, es uno de los determinantes del salario real de los trabajadores.

Infortunadamente la productividad es una variable no observada, a diferencia de la inflación, la tasa de desempleo o el crecimiento del producto, ya que su medición se hace de manera indirecta a través de indicadores. En este recuadro se presenta la evolución reciente de tres medidas de productividad que calcula el Banco de la República; con esto, el propósito es entender el papel que ha desempeñado esta variable en la reciente recuperación de la economía.

I. Productividad total de los factores

La productividad total de los factores (PTF), o productividad multifactorial, es el componente del crecimiento que no proviene del mayor uso de recursos productivos, esto es, del

[5] Un factor en contra de la reducción de la tasa de desempleo es el incremento en los costos laborales debido al acuerdo permanente de las cobrecargas fiscales y parafiscales, introducidas por la Ley 100 de 1993 y la Ley 797 de 2003.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

aumento del capital y del empleo. Una interpretación alternativa es que la PTF se puede entender como la productividad conjunta de los factores de producción. Se puede calcular a partir de un ejercicio económico en el cual el crecimiento de la productividad (PTF) estará determinado por la diferencia entre el aumento del producto (Y) y el incremento del capital (K) y del empleo (L) (ecuación 1), en donde las proporciones *a* y 1 - *a* son ponderadores que reflejan el peso de cada factor dentro de la producción:

$$(1) \quad \hat{PTF} = \hat{Y} - \alpha\hat{K}\,(1 - \alpha)\,\hat{L}$$

Los cálculos del Banco de la República muestran una recuperación del crecimiento de la PTF en los últimos años: entre el período 2001-2005 la productividad total multifactorial creció en promedio 0,5% anual (Cuadro R2.1), variación similar a la estimada por algunos autores[1] para el período 1960-2000 (0,44%), pero inferior a la calculada para el período 1960-1995 (0,85%). El crecimiento promedio de la PTF para el período 1995-2005 que se deduce a partir del cálculo anterior es -1,02%.

Al comparar la dinámica de la PTF en Colombia con la de una muestra de países asiáticos[2] para el período 1960-2000 se encuentra que la de estos presentó una variación promedio tres veces mayor (1,22%); de esta manera, la aceleración del crecimiento del producto por trabajador de estos países (4,08% como promedio anual, frente a 1,04% en Colombia), y la mejora en la calidad de vida de sus habitantes, es explicada principalmente por la acumulación de capital físico, y en menor medida, por el crecimiento de la productividad.

II. Productividad marginal del trabajo (PMT)

Otra medida de productividad relevante es la PMT, que explica el aporte de una unidad adicional de trabajo al crecimiento del producto; por tanto, entre más alta sea la productividad marginal del trabajo, los salarios reales podrán ser mayores sin generar presiones inflacionarias de costos, ni aumentar la tasa de desempleo. Sus determinantes son la PTF y la relación capital por trabajador, tal como se muestra en las ecuaciones 2 y 3. Aumentos importantes en la inversión, como los observados en los dos años anteriores, favorecen el crecimiento de la PMT al aumentar el capital disponible por trabajador (2,4% en promedio, entre 2004 y 2005); además, cabe resaltar que los cálculos del Banco de la República muestran una recuperación del crecimiento de la PMT desde 2004 (Cuadro R2.1).

---

[1] Armando Montenegro y Rafael Rivas (2005). *Las piezas del rompecabezas*, capítulo 3. Editorial Taurus, Bogotá; Barry Bosworth y Susan Collins (2003). «The Empirics of Growth: An Up-date», Brookings Institution, septiembre de 2003.

[2] Corea, Taiwán, Indonesia, Malasia, Singapur e India.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

(2 y 3) $$Y\hat{}L = PT\hat{}F + ak\hat{}$$
$$k = K / L$$

III. Productividad media del trabajo

La productividad media del trabajo se calcula a partir de la relación entre el producto y la hora trabajada; la diferencia frente a la productividad marginal del trabajo radica en que, en este caso, en vez de considerar el aporte que hace una unidad adicional al proceso productivo, se considera la contribución del total de trabajadores en conjunto. Para su cálculo se utiliza la información de cuentas nacionales y de la Encuesta de hogares. Los resultados muestran un incremento sostenido del producto urbano por hora trabajada[3] a partir de 2004 (Gráfico R2.1). Para el período 2001-2005 esta variable presentó una variación anual promedio de 0,6%.

IV. Conclusiones

Las diferentes medidas de productividad que calcula el Banco de la República coinciden en señalar una recuperación de su tasa de crecimiento, en especial a partir de 2004; así, al promediar el crecimiento de la PTF para los cinco años anteriores se encuentra que ésta ha retornado al nivel histórico calculado para el período 1960-2000, durante el cual el crecimiento promedio del PIB fue 4,1%.

La historia económica y la experiencia internacional señalan que para avanzar en el propósito de alcanzar tasas de crecimiento más altas, por ejemplo 6,0%, es indispensable desarrollar un proceso de reformas que permitan acelerar el crecimiento de la PTF enfrentando los principales 'cuellos de botella' y fortaleciendo los factores favorables que hasta ahora han

Cuadro R2.1

Contabilidad del crecimiento en Colombia

(variación anual)

	Producto	Capital	Empleo (*)	Capital por trabajador (*)	Productividad total de los factores	Producto marginal del trabajo
1996-2000	1,0	3,8	1,6	2,2	(1,5)	(0,6)
2001-2005	3,4	2,9	2,9	0,0	0,5	0,5

(*) Se calcula con la información de tasa de desempleo y tasa global de participación para siete ciudades, expandida por la población en edad de trabajar a nivel nacional.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

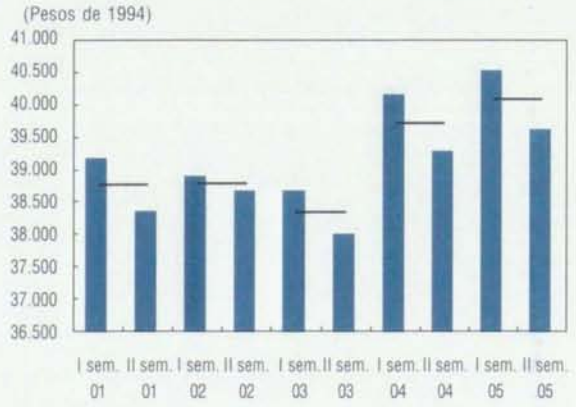
[3] El producto urbano por hora trabajada se calcula a partir de la información del PIB excluyendo los servicios del Gobierno, y la producción agropecuaria y de minas y canteras; además se considera la población ocupada de 13 ciudades, excepto para los obreros y empleados del Gobierno.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

permitido su recuperación. En la literatura internacional se encuentran diversos trabajos que indagan sobre cuáles son los factores que determinan su crecimiento. Para el caso colombiano, Cárdenas 2005[4] encuentra que la tasa de homicidios y secuestros y la desigualdad (medida por el coeficiente de Gini) tienen un impacto negativo sobre la PTF; en otro estudio[5], se señala que las mejoras en educación, la mayor profundización financiera, la apertura comercial y la inversión en infraestructura mejoran el crecimiento económico, mientras que el tamaño del Gobierno, la inflación y la sobrevaluación cambiaria lo afectan de manera negativa.

Gráfico R2.1

Producto urbano por hora trabajada



(*) PIB excluyendo los servicios del Gobierno, agricultura y minería.

Fuente: Banco de la República.

[4] Cárdenas, Mauricio (2005). «Crecimiento económico en Colombia: 1970:2005», en *Revista Coyuntura Económica*-35 años, Fedesarrollo.

[5] Loayza, N.; Fajnzylber, P.; Calderón, C. (2002). «Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecast» (mimeo), *Banco Mundial*, junio.

IV. *Mercados financieros*

Durante el primer semestre del año la economía colombiana, al igual que las economías de otros países, experimentó una alta volatilidad en su tasa de cambio, en las tasas de interés y en el precio de las acciones, situación que se hizo evidente a partir del mes de marzo. Dicha volatilidad ha estado asociada con un aumento en la incertidumbre sobre la política monetaria en los Estados Unidos y en otros países desarrollados. Este comportamiento significó una ruptura y un cambio en la tendencia que se venía observando desde finales de 2003, en la cual los excedentes de liquidez internacional se dirigieron hacia las economías emergentes, en busca de mayor rentabilidad, con los consiguientes efectos sobre la apreciación de las monedas de estos países y la reducción de la prima de riesgo de aquellas economías.

El cambio en las expectativas de los inversionistas internacionales se ha reflejado en un menor interés por inversiones riesgosas y en una mayor

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

volatilidad en los mercados financieros. En las economías emergentes éste ha generado una salida de capitales, con efectos sobre los mercados bursátiles y de títulos locales. La caída de las bolsas y el debilitamiento de las monedas se ha presentado en varias economías emergentes y Colombia ha sido golpeada con más fuerza que el promedio.

Se destaca, sin embargo, que otras variables del contexto externo, como los términos de intercambio y la demanda mundial, continúan siendo favorables. Éste y otros factores fundamentales de las economías emergentes (balance en cuenta corriente, situación fiscal, estabilidad de precios, entre otros) los cuales se han desempeñado satisfactoriamente, explicarían por qué las primas de riesgo-país no han resultado tan afectadas.

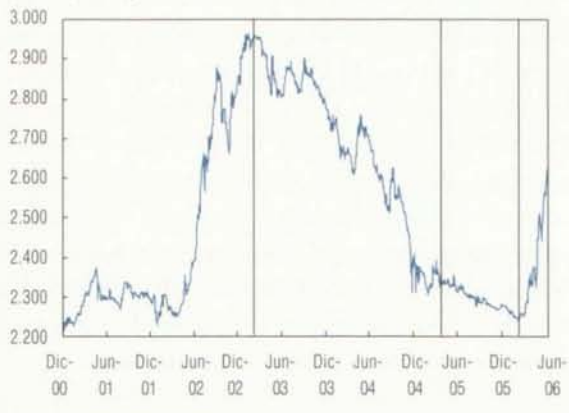
En opinión de diversos analistas el comportamiento reciente de los mercados financieros en América Latina es explicado como una corrección de la sobreexposición previa en activos de alto riesgo; cambio que se origina en la incertidumbre respecto a una política monetaria más contractiva en los Estados Unidos y otras economías.

Como se presenta a continuación, durante el primer semestre de 2006 la evolución de la tasa de cambio de las tasas de interés y en particular las del mercado de deuda pública, así como el desempeño del sistema financiero en Colombia, han estado enmarcados por la coyuntura internacional, ya que no se observan cambios en las variables fundamentales de la economía que justifiquen tal volatilidad.

A. Evolución de la tasa de cambio nominal y real

Gráfico 15

Tasa de cambio representativa del mercado



Fuente: Banco de la República.

Al cierre de junio de 2006 la tasa de cambio nominal del peso colombiano se ubicó en $2.633 por dólar, lo cual representa una devaluación de 15,4%, en lo corrido del año, y un cambio de comportamiento frente a la apreciación que se había observado desde el segundo trimestre de 2003. La nueva tendencia, que también ha sido de mayor volatilidad, tuvo lugar desde los primeros días de marzo, después de que el dólar alcanzó su menor cotización en el período ($2.245) (Gráfico 15).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

En términos del índice de la tasa de cambio real (ITCR), la depreciación ha sido de 12,1%, si se utiliza como deflactor el índice precios al consumidor (ITCR-IPC), y de 9,6% si se deflacta con el índice de precios del productor (ITCR-IPP) (Gráfico 16 y Cuadro 8).

El aumento del tipo de cambio también se observó en otras economías de la región como Brasil, México, Chile y Argentina, y ha estado acompañado por mayores primas de riesgo de la deuda soberana (Gráfico 17); sin embargo, la depreciación ha sido más fuerte en Colombia, de tal manera que en lo corrido de 2006 el peso colombiano se ha devaluado en términos reales con respecto a sus socios comerciales, tanto de las economías desarrolladas 9,4%, como de las economías en desarrollo 9,6% (Cuadro 9). De esta forma, a pesar de la apreciación real en 2004 y 2005, desde 2002 el peso colombiano se ha depreciado en términos reales con respecto a la mayoría de sus socios comerciales.

Gráfico 16

Índice de tasa de cambio real

Fuente: Banco de la República.

Los incrementos recientes en el indicador de riesgo-país y en las tasas de cambio de las economías emergentes están

Cuadro 8

Tasa de cambio nominal y real

	Fin de período			Promedio del período		
	2004	2005	jun-06	2004	2005	ene-jun 2006
Tasa de cambio nominal						
Pesos por dólar	2.389,8	2.284,2	**2.633,1**	2.626,2	2.320,8	**2.347,8**
Variación porcentual anual	(14,0)	(4,4)	**12,9**	(8,7)	(11,6)	**0,1**
Tasa de cambio real (IPP)						
Índice 1994 = 100	122,7	118,8	**130,2**	128,3	118,5	**121,5**
Variación porcentual anual	(9,7)	(3,1)	**9,6**	(5,7)	(7,7)	**2,7**
Tasa de cambio real (IPC)						
Índice 1994 = 100	113,5	104,5	**117,2**	120,3	106,7	**107,9**
Variación porcentual anual	(13,3)	(8,0)	**12,1**	(9,0)	(11,3)	**(0,1)**

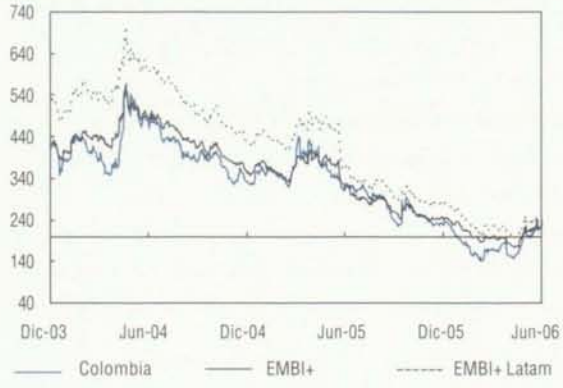
Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 17

EMBI+ , EMBI+ Latam y EMBI+ Colombia (*)

(Puntos básicos)



(*) Diciembre de 2003 a junio de 2006.

Fuente: Datastream.

asociados con un entorno internacional caracterizado por aumentos en las tasas de interés internacionales y una probabilidad más alta de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed). La tasa de referencia de los bonos de la Fed llega a 5% y ya ha comenzado a trasmitirse a las tasas de más largo plazo, lo cual está asociado con mayores presiones inflacionarias y mayores expectativas de inflación en los Estados Unidos, debido al

Cuadro 9

Depreciación real y nominal del peso colombiano

(Porcentaje)

País	Ponderaciones	ITCN 1/			ITCR -IPP 1/		
		2005	2006	2002-2006	2005	2006	2002-2006
Industrializados							
Estados Unidos	43,2	(5,5)	11,6	10,2	0,6	7,9	9,9
Europa 2/	10,3	(15,9)	19,1	56,1	(14,7)	15,1	33,7
Japón	2,6	(17,1)	15,2	22,8	(16,9)	10,5	(2,3)
Reino Unido	1,7	(14,0)	17,9	41,0	(13,8)	13,7	19,3
Suiza	2,9	(17,0)	18,3	48,0	(17,8)	13,6	18,0
Canadá	1,3	(1,1)	16,5	56,2	(0,7)	12,5	29,0
Suecia	0,5	(20,4)	21,7	59,5	(16,2)	17,5	39,1
Externa	62,5	(8,7)	13,5	23,1	(4,0)	9,6	16,2
En desarrollo							
México	5,0	(0,7)	4,2	(11,3)	0,6	2,2	(8,6)
Venezuela	12,0	(15,6)	11,6	(61,3)	(5,0)	12,2	0,9
Ecuador	6,6	(5,5)	11,6	10,2	(3,3)	8,2	6,9
Brasil	4,0	11,2	13,4	15,7	9,8	10,3	51,7
Chile	2,4	5,0	5,7	35,4	6,2	7,2	39,2
Perú	3,3	(9,3)	17,0	16,0	(7,9)	13,0	2,2
Panamá	3,3	(5,5)	11,6	10,2	(3,4)	7,4	(3,6)
Argentina	0,9	(6,9)	9,1	(64,3)	(5,0)	5,0	(64,9)
Externa	37,5	(7,5)	9,8	(30,0)	(1,9)	9,4	3,2
Externa total	100,0	(9,6)	11,1	(6,8)	(3,1)	9,6	12,4
Otros países 3/							
China		(3,2)	12,6	13,9	(6,5)	10,9	(5,1)
Corea		(2,9)	19,5	49,2	(4,9)	17,7	32,2

1/ Las variaciones corresponden a cifras de fin de período.

2/ Corresponde a los países: Alemania, Holanda, España, Francia, Italia y Bélgica.

3/ La ITCR de estos países corresponde a la deflactada por el IPC.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

efecto de los aumentos de los precios del petróleo y al buen ritmo de crecimiento que ha mostrado esa economía. Los bancos centrales de otros países desarrollados, como la zona del euro y Japón, se han movido en la misma dirección; cambios que han afectado el atractivo de América Latina como destino de los flujos de capital, en especial para los capitales de portafolio.

Lo ocurrido con el flujo de divisas se ve reflejado en los movimientos de la balanza cambiaria[6] durante el primer semestre del año. Hasta marzo de 2006, continuando con la tendencia del año anterior, los agentes del sector real registraron entradas netas de divisas por un monto total de US$534 m[7]. Este comportamiento se revirtió en el segundo trimestre cuando se presentaron salidas netas por US$434 m, de manera que el acumulado en el año fue de US$100 m, monto inferior en US$2.053 m a lo observado el año anterior (Cuadro 10).

Este cambio en la tendencia lo explican principalmente las salidas de divisas por operaciones de la cuenta capital, las cuales durante el segundo trimestre del año fueron superiores en US$1.531 m a las del mismo período de 2005. En particular, como se aprecia en el Cuadro 10 el sector privado aceleró el ritmo de amortización de créditos, al tiempo que aumentó sus activos en el exterior (inversión directa, de portafolio y acumulación de cuentas corrientes externas). Por su parte, en términos netos, el sector público tuvo un comportamiento parecido aumentando sus activos frente al resto del mundo.

Los datos anteriores muestran un cambio de conducta de los agentes en el segundo trimestre del año hacia la menor exposición en pesos, pagando créditos y demandando activos en el exterior, lo cual ha coincidido con el entorno volátil y de aversión al riesgo de los mercados internacionales.

Es probable que la volatilidad del mercado cambiario se mantenga hasta cuando haya mayor claridad en torno al manejo futuro de la política monetaria en los Estados Unidos; además, como resultado de la reducción del estímulo monetario desde 2004 se espera que esa economía modere su ritmo de crecimiento, pero manteniendo un dinamismo importante (3,4%)[8]. Al mismo tiempo, se mantienen los pronósticos de un mayor crecimiento de la zona del euro, y Japón, y de algunas economías asiáticas, especialmente China e India; en este contexto, se espera que los términos de intercambio

---

6 La balanza cambiaria registra las operaciones de caja peso-dólar en el mercado cambiario colombiano; por lo tanto, es un indicativo restringido de la balanza de pagos, cuyo sistema de registro es de causación, el cual consolida todas las operaciones de residentes en el país con el exterior.

7 Se entiende como sector real a todos los agentes que participan en el mercado cambiario. Se excluyen las operaciones del Banco de la República y las operaciones de la Tesorería General de la Nación que no pasan por el mercado cambiario.

8 IMF World Economic Outlook (WEO) (2006), *Globalization and Inflation*, abril.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 10

Flujos cambiarios del sector real

(Millones de dólares)

	Acumulado 2005	Acumulado 2005			Acumulado 2006			Variaciones anuales 2006		Variaciones anuales Acumulado año
		I trim.	II trim.	Año	I trim.	II trim. (*)	Año	I trim.	II trim.	
Flujos cambiarios del sector real 1/	**4.504**	**1.086**	**1.066**	**2.153**	**534**	**(434)**	**100**	**(552)**	**(1.501)**	**(2.053)**
Cuenta corriente	**2.236**	**768**	**453**	**1.221**	**120**	**483**	**603**	**(648)**	**30**	**(618)**
A. Balanza comercial	**(3.397)**	**(560)**	**(834)**	**(1.394)**	**(1.148)**	**(1.089)**	**(2.236)**	**(588)**	**(254)**	**(842)**
Reintegros por exportación de bienes	4.627	1.166	1.108	2.274	1.216	1.293	2.509	51	184	235
Giros por importación de bienes	8.024	1.725	1.943	3.668	2.364	2.382	4.745	638	439	1.077
B. Servicios y transferencias netos	**5.633**	**1.327**	**1.288**	**2.615**	**1.267**	**1.572**	**2.839**	**(60)**	**284**	**224**
Servicios financieros netos	(537)	(93)	(203)	(296)	(180)	(196)	(376)	(87)	7	(80)
Sector privado	(525)	(91)	(198)	(290)	(176)	(194)	(370)	(85)	4	(81)
Sector público	(12)	(1)	(5)	(6)	(3)	(2)	(5)	(2)	3	1
Servicios no financieros netos	680	205	155	359	101	76	177	(104)	(79)	(183)
Transferencias netas	3.555	815	887	1.702	942	1.100	2.043	127	213	341
Compras netas de divisas a cambistas profesionales	2.003	418	467	886	427	616	1.043	9	148	157
Otros netos	(68)	(18)	(18)	(36)	(23)	(24)	(47)	(5)	(6)	(11)
Cuenta de capital	**2.268**	**319**	**613**	**932**	**415**	**(918)**	**(503)**	**96**	**(1.531)**	**(1.435)**
A. Sector privado	**2.295**	**455**	**580**	**1.036**	**307**	**(185)**	**122**	**(149)**	**(765)**	**(914)**
Préstamos netos	(439)	(174)	(404)	(578)	81	(933)	(852)	256	(529)	(274)
Desembolsos	4.600	1.260	407	1.667	1.644	728	2.372	384	321	705
Amortizaciones	5.039	1.434	811	2.245	1.563	1.661	3.224	129	850	979
Inversión extranjera en Colombia	3.652	533	1.274	1.807	895	1.069	1.964	362	(205)	157
Directa	806	39	374	412	124	131	255	85	(242)	(157)
Suplementaria	2.734	508	871	1.379	771	810	1.580	263	(61)	201
De portafolio	111	(14)	30	16	0	129	129	14	99	113
Inversión colombiana en el exterior	(224)	29	(50)	(21)	(35)	(253)	(287)	(64)	(202)	(266)
Directa	(60)	(24)	2	(22)	(11)	(84)	(96)	12	(86)	(74)
De portafolio	(164)	53	(52)	1	(23)	(168)	(192)	(76)	(116)	(192)
Cuentas corrientes netas	(693)	68	(240)	(173)	(634)	(69)	(703)	(702)	171	(531)
B. Sector público	(27)	(137)	33	(104)	108	(733)	(625)	244	(765)	(521)
Préstamos netos	(43)	(6)	(10)	(16)	(17)	(9)	(25)	(10)	1	(9)
Operaciones especiales	22	(124)	43	(81)	110	(716)	(605)	234	(758)	(524)
Inversiones financieras	(6)	(7)	0	(6)	14	(8)	6	21	(8)	12

(*) Cifras preliminares.

1/ No incluye compra-venta de divisas de la TGN.

Fuente: Balanza Cambiaria-Banco de la República.

se mantengan en niveles altos y que la demanda mundial continúe siendo dinámica, aunque a un ritmo inferior al que tuvo en 2005. Estos factores contribuirán a mantener un ambiente externo adecuado para el crecimiento económico de Colombia y de otros países de la región.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

B. Tasas de interés y agregados monetarios

1. Tasas de interés

Durante el primer semestre del año tres hechos enmarcaron el desempeño del mercado financiero colombiano: a) la autoridad monetaria aumentó en 50 pb la tasa de expansión; b) se redujo el margen entre las tasas activas y pasivas del sistema financiero, ante el rápido descenso de las tasas activas, y c) aumentó la tasa de interés y la volatilidad en el mercado de TES.

a. Tasas de intervención del Banco de la República

La tasa de expansión por subasta actualmente se sitúa en 6,5%; de otra parte, en la reunión de la JDBR del 20 de junio de 2006 se redujo el margen para la tasa de interés de la ventanilla de expansión monetaria (tasa lombarda) de 375 pb a 100 pb, con lo cual se sitúa en 7,5% (Cuadro11).

b. Tasas de interés de mercado

Al finalizar junio de 2006 la tasa interbancaria (TIB) se situó en 6,82%, registro superior en 45 pb al observado en el mismo mes de 2005 (Gráfico 18); en términos reales, la TIB ha presentado un incremento significativo en lo

Cuadro 11

Tasas de intervención del Banco de la República y TIB

(Porcentaje)

Fechas de vigencia Desde		Mínima para subasta de expansión	Máxima de expansión (lombarda)	TIB Promedio del período
Dic-17-01		8,50	12,25	8,43
Ene-21-02		8,00	11,75	7,82
Mar-18-02		7,25	11,00	7,29
Abr-15-02		6,25	10,00	6,15
May-20-02		5,75	9,50	5,69
Jun-17-02		5,25	9,00	5,22
Ene-20-03		6,25	10,00	6,15
Abr-29-03		7,25	11,00	7,41
Feb-23-04		7,00	10,75	7,16
Mar-23-04		6,75	10,50	6,93
Dic-20-04		6,50	10,25	6,62
Dic-22-04	1/	6,50	10,25	6,39
19-Sep-05		6,00	9,75	5,81
02-May-06	2/	6,25	10,00	6,23
21-Jun-06		6,50	7,50	-

1/ Desde el 22 de diciembre de 2004 el Banco suspendió la ventanilla de captación (subasta y lombarda).

2/ El promedio de la TIB se calcula con la última información disponible: junio 14.

Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia (tasa interbancaria).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 18

Tasa interbancaria nominal y de intervención del Banco de la República (*)

Tasa interbancaria real

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

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

corrido del año, alcanzando 2,34% en promedio en junio. Vale la pena resaltar el hecho de que la TIB se mueve de manera estrecha con la tasa mínima de la subasta de expansión del Banco de la República.

Con respecto a la tasa de depósito a término fijo (DTF)[9], su promedio se situó en 6,12% en junio de 2006, lo cual representa una disminución de 19 pb en lo corrido del año. No obstante, la caída de la inflación implicó que se presentara un incremento en las tasas en términos reales (71 pb) (Gráfico 19).

De otro lado, cabe destacar que la DTF se ha acercado a la TIB y, de hecho, en varias ocasiones su nivel ha sido inferior al de esta última; comportamiento que obedece, en parte, a que recientemente los certificados de depósito a término (CDT) se han vuelto un instrumento menos utilizado por parte de inversionistas institucionales. Por esta razón, su tasa de interés ahora refleja en mayor medida el rendimiento que se reconoce a personas naturales, quienes normalmente obtienen una remuneración inferior que la que se paga a los inversionistas institucionales.

En cuanto a las tasas de interés de los créditos (activas) por destino económico, también se observaron descensos importantes en sus niveles nominales, los cuales en algunos casos no se reflejaron en las tasas reales. En particular, en junio de 2006 se presentaron los siguientes niveles: 20,1% para consumo (15,5% real), 14,5% para préstamos ordinarios (10,1% real),

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

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

8,9% para crédito preferencial (4,7% real) y 8,0% para préstamos de tesorería (3,9% real). Excluyendo la tasa para créditos preferenciales y de tesorería, la reducción en las tasas de interés nominales fue superior a la de la inflación, lo que representó menores tasas de interés reales en lo corrido del año (Cuadro 12 y Gráfico 20).

c. *Tasas de interés de los títulos de deuda pública*

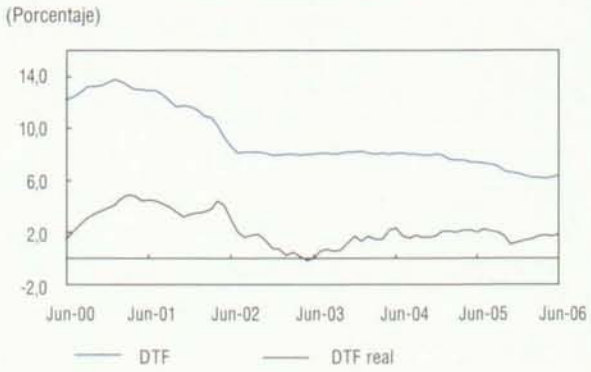
A lo largo de este año los mercados locales y externos continuaron haciendo un seguimiento detallado a la economía de los Estados Unidos, con el objetivo de anticipar el fin del ciclo de aumentos de las tasas de interés de la Fed, el cual se inició en junio de 2004. Este análisis permanente determinó, en gran medida, el

Gráfico 19

Tasas de interés

DTF nominal

DTF nominal y real (*)



(*) Deflactada con IPC.
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 12

Tasas de interés activas (*)

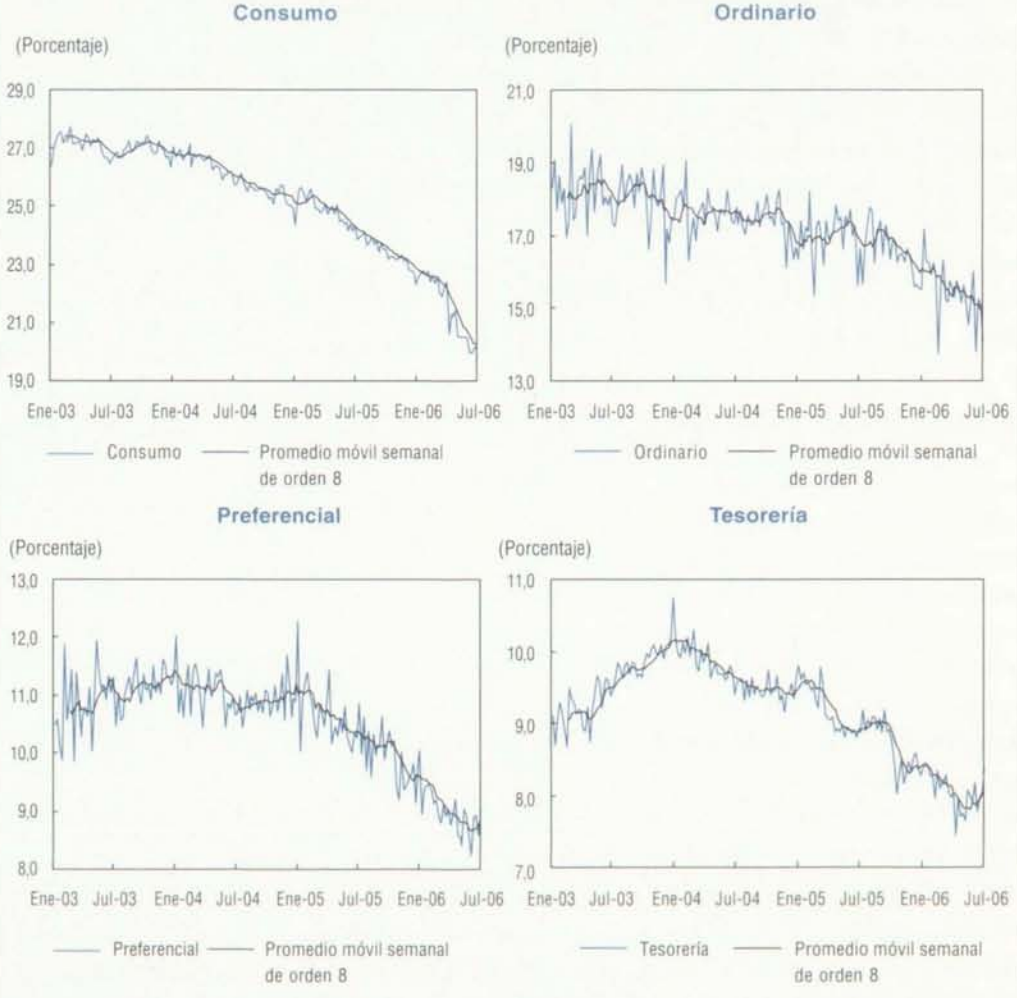
Año	Consumo		Ordinario		Preferencial		Tesorería	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
2000	33,5	22,7	20,4	10,7	18,6	9,1	16,0	6,6
2001	31,3	22,0	19,4	10,9	14,1	6,0	13,9	5,8
2002	27,0	18,7	17,1	9,5	10,9	3,7	9,0	1,9
2003	26,7	19,0	16,8	9,7	11,4	4,6	10,2	3,5
2004	24,9	18,4	16,7	10,6	11,3	5,5	9,5	3,8
2005	22,7	17,0	15,6	10,2	9,7	4,6	8,4	3,4
2006								
Enero	22,7	17,3	16,3	11,2	9,3	4,6	8,3	3,6
Febrero	22,5	17,6	15,3	10,6	9,1	4,8	8,1	3,8
Marzo	22,3	17,4	15,6	11,1	8,9	4,6	8,1	3,8
Abril	21,1	16,3	15,4	10,8	8,7	4,4	7,7	3,4
Mayo	20,5	15,8	15,3	10,8	8,6	4,4	8,0	3,8
Junio	20,1	15,5	14,5	10,1	8,9	4,7	8,0	3,9
Variación año corrido (pb)	**(259)**	**(146)**	**(108)**	**(8)**	**(83)**	**12**	**(35)**	**57**

(*) Promedio mensual ponderado por monto.
Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 20

Tasas de interés de los créditos por destino económico



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

comportamiento del mercado de deuda pública interna, que se caracterizó por presentar tasas de negociación con tendencia decreciente hasta finales de febrero y, creciente desde entonces, hasta finales de junio.

Durante los dos primeros meses del año el mercado de deuda pública interna registró altos volúmenes de negociación (en promedio, diariamente se negociaron $4,7 billones (b) en el SEN) y una tendencia a la baja en las tasas de interés en el mercado primario y secundario, alcanzando mínimos históricos en la última semana de febrero (7,11% para el bono con vencimiento en julio de 2020). A partir de marzo las tasas interés de los TES presentaron un comportamiento al alza, registrando un aumento en la volatilidad y una disminución en los volúmenes negociados.

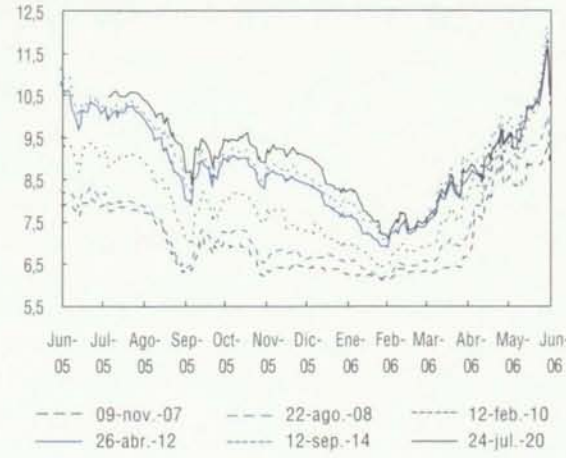
Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

En los meses de enero y febrero la caída de las tasas de negociación de los TES en el mercado secundario se dio en un ambiente de calma en el mercado cambiario, valorizaciones en los mercados financieros de deuda externa colombiana y optimismo en el mercado accionario. Durante este período la tasa de cambio registró una apreciación de 2% y el mercado cambiario presentó poca volatilidad (la tasa fluctuó entre $2.246 y $2.284 durante este período). El EMBI Colombia disminuyó entre enero y marzo 86 pb, descendiendo de 232 a 146; por su parte el índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC) registró una fuerte valorización en el primer mes del año, alcanzando su máximo histórico de 11.433,25 el 27 de enero, lo que equivalía a una valorización del 23% para lo corrido del año. Dentro de este contexto, las tasas de los TES llegaron a sus mínimos históricos, presentando las mayores correcciones en los bonos de largo plazo, tal como se observa en el Gráfico 21.

Gráfico 21

Tasas de negociación de los TES, tasa fija en el mercado secundario SEN

(Porcentaje)



Fuente: SEN, Banco de la República.

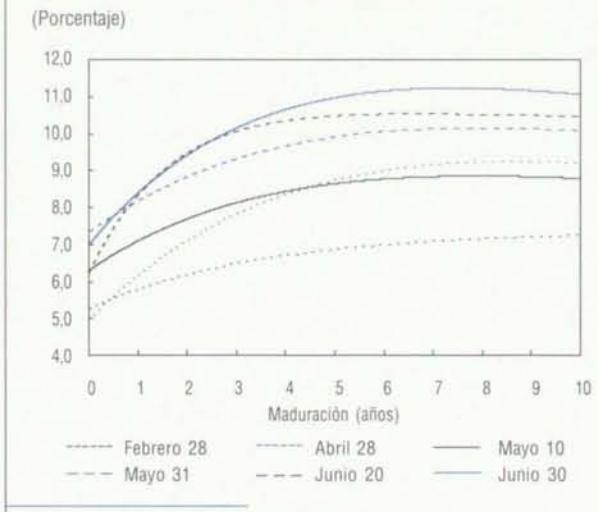
En marzo, las posibilidades de presiones inflacionarias en los Estados Unidos generaron gran incertidumbre y nerviosismo en los mercados internacionales y locales. Dentro de los datos más relevantes de la economía estadounidense que conoció el mercado se destaca la utilización de la capacidad instalada para marzo, el cual se ubicó en 81,3% (la más alta en cinco años). Por otro lado, el dato de inflación básica de marzo fue de 0,3%, superior al esperado (0,2%); estos indicadores produjeron incrementos en las tasas de los títulos del Tesoro americano e influenciaron el mercado doméstico de deuda, generando incrementos en las tasas de los TES de largo plazo. Como se observa en el Gráfico 21, entre el 28 de febrero y el 28 de abril la curva cero cupón de los TES tasa fija registró un empinamiento.

Por otra parte, la decisión de la JDBR de incrementar su tasa de referencia en 25 pb en su reunión de abril 28, indujo un aumento, en los días siguientes, en las tasas de negociación de corto y mediano plazos en el mercado secundario. De esta forma, la curva de los TES tasa fija se aplanó.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 22

Evolución de las curvas cero cupón TES-tasa fija



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

El 10 de mayo la Fed realizó el tercer aumento de 25 pb en su tasa de referencia en lo corrido del año, llegando a un nivel de 5%. Aunque este incremento ya había sido descontado por el mercado, el anuncio de la medida dejó abierta la posibilidad de mayores incrementos en lo que resta del año, creando mayor incertidumbre sobre el tope de ajuste de la tasa de interés en los Estados Unidos y su efecto sobre las tasas de interés en las principales economías. Por lo tanto, los inversionistas decidieron reducir su exposición al riesgo, liquidando inversiones en economías emergentes hasta finales de junio y generando volatilidades en los mercados de dichos países.

En Colombia, los movimientos de capitales en los mercados financieros internacionales se vieron reflejados en incrementos promedio en las tasas de los TES de 122 pb, 205 pb y 231 pb para las partes corta, media y larga de la curva de rendimientos de TES, entre el 10 de mayo y el 30 de junio. Este desplazamiento al alza se presentó en dos movimientos: el primero, un desplazamiento paralelo hasta finales de mayo generado por la liquidación de inversiones; y el segundo, el empinamiento de la curva hasta finales de junio, el cual fue motivado por la recomposición de portafolios de los agentes, quienes remplazaron títulos de largo plazo por otros de menor madurez con el fin de protegerse de la mayor volatilidad internacional. Es importante señalar que el mercado de deuda pública ya había descontado más incrementos en la tasa de referencia del Banco de la República, por lo cual el incremento de 25 pb anunciado el 20 de junio no afectó significativamente la estructura de la curva (Gráfico 22).

2. Agregados monetarios

Hasta junio en lo corrido de 2006 la base monetaria presentó una variación promedio anual de 21,1%, crecimiento superior al del PIB nominal. Esta dinámica de la base monetaria se viene observando desde hace seis años, aun cuando se ha incrementado en los últimos tres (Gráfico 23).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

El incremento de la base monetaria se originó tanto en aumentos de la reserva bancaria como del efectivo. La variación promedio anual de la reserva fue de 18,2%, en términos nominales, y de 13,5%, en términos reales. El crecimiento promedio anual del efectivo fue de 22,4% nominal y 17,5% real (Gráfico 24). Este alto crecimiento para el efectivo tendría su origen en el efecto rezagado de la caída en la inflación y en las tasas de interés, como también en el aprendizaje de los agentes para evitar el impuesto a las transacciones financieras y reducir sus costos de transacción.

Gráfico 23

Base monetaria real

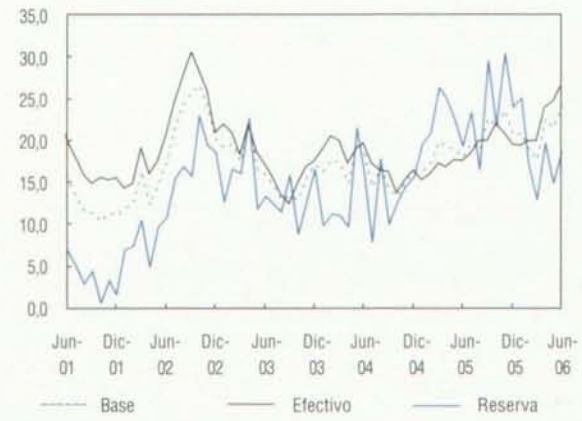
(Variación porcentual anual)

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 24

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

(Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

Desde el punto de vista de las fuentes de expansión de la base monetaria, el crecimiento anual de dicho agregado hasta junio de 2006 se originó en: i) los mayores montos de repos de expansión, $2.894 mm; ii) expansión de $818 miles de millones (mm) por menores depósitos del Gobierno en el Banco de la República; iii) traslado de utilidades al Gobierno por $793 mm en febrero; iv) la liquidez otorgada por la compra neta de divisas por parte del Banco de la República: $513 mm, originada en la intervención discrecional por $9.678 mm, parcialmente compensada por las ventas de divisas al Gobierno: $6.848 mm, y por el ejercicio de opciones *call* para el control de la volatilidad por $2.316 mm; v) la contracción neta por $1.755 mm, debido a las operaciones de compra y venta de TES: $1.501 mm, y al efecto contraccionista de los vencimientos de títulos durante el período: $254 mm, y vi) la expansión neta de $658 mm originada en otros factores asociados con el P y G del Banco (Cuadro 13).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 13

Fuentes de la base monetaria

(Miles de millones de pesos)

	Variación anual			
	Dic-04	Jun-05	Dic-05	Jun-06
I. Gobierno	**(236)**	**(6.432)**	**(2.637)**	**1.611**
Traslado de utilidades 1/	803	0	0	793
Pesos	803	0	0	793
Depósitos en el Banco de la República	(1.039)	(6.432)	(2.637)	818
II. TES regulación	**(2.524)**	**1.291**	**897**	**(1.755)**
Compras definitivas	1.023	3.671	5.230	2.499
Ventas definitivas	(2.972)	(1.989)	(4.000)	(4.000)
Vencimiento	(575)	(391)	(334)	(254)
III. Repos	**(1.058)**	**2.350**	**1.539**	**2.894**
Expansión 2/	(1.086)	2.208	1.539	2.894
Contracción	28	143	0	0
IV. Divisas	**6.194**	**4.676**	**2.785**	**513**
Opciones de acumulación	4.183	1.997	0	0
Opciones de desacumulación		0		(2.316)
Intervención discrecional	3.264	7.043	10.757	9.678
Venta de divisas al Gobierno	(1.252)	(4.364)	(7.973)	(6.848)
V. Otros 3/	**272**	**784**	**960**	**658**
Variación total de la base	**2.647**	**2.670**	**3.543**	**3.921**
Saldo de la base	**19.262**	**17.914**	**22.805**	**21.835**

1/ En 2005 la totalidad de utilidades entregadas al Gobierno ($454 mm) fueron en dólares (US$195,9 m).

2/ Incluye Repos a un día, overnight, y a mediano plazo.

3/ Dentro de otros se encuentra el efecto monetario del PyG del BR, los vencimientos de TES A, la recuperación de cartera, y las inversiones del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 25

Agregado amplio M3 real

(Variación porcentual anual)

Fuente: Banco de la República.

El agregado monetario amplio (M3) desaceleró un poco su ritmo de crecimiento, al pasar de 17,9% anual promedio durante 2005, a 15,4% anual promedio para lo corrido de 2006. Esto ha coincidido con la significativa reducción en el diferencial de tasas de interés internas y externas y con la reciente depreciación del peso; sin embargo, este crecimiento todavía es superior al del ritmo de actividad económica (Gráfico 25 y Cuadro 14).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 14

Agregados monetarios

	Base	Efectivo	Reserva	M1	Cuasidineros	M2	PSE	M3
Variación porcentual nominal anual del promedio mensual de datos semanales								
Ene-05	16,5	15,3	19,6	14,8	20,3	18,6	18,5	17,8
Feb-05	17,4	16,0	21,0	14,1	19,5	17,9	17,5	17,0
Mar-05	19,9	17,3	26,5	18,1	20,8	20,0	17,7	17,4
Abr-05	19,3	16,9	25,2	17,2	22,5	20,9	18,6	18,1
May-05	19,2	17,7	22,7	18,3	19,7	19,3	18,7	18,3
Jun-05	18,1	17,6	19,5	17,8	20,7	19,9	19,1	18,6
Jul-05	19,8	18,4	23,5	18,0	20,1	19,5	17,4	17,3
Ago-05	19,0	20,0	16,6	20,6	19,5	19,8	17,0	17,1
Sep-05	22,8	20,0	29,7	19,7	21,1	20,7	17,9	17,9
Oct-05	21,9	21,9	21,8	21,1	22,8	22,3	19,0	19,1
Nov-05	23,7	21,0	30,6	19,9	23,3	22,3	20,0	19,8
Dic-05	20,8	19,6	24,0	19,1	19,0	19,1	16,9	17,2
Ene-06	21,0	19,5	25,2	18,4	17,3	17,6	15,9	16,3
Feb-06	19,2	19,9	17,3	18,1	17,4	17,6	13,9	14,7
Mar-06	17,9	20,0	13,0	16,6	16,3	16,4	13,2	14,0
Abr-06	22,7	23,9	19,8	20,0	16,0	17,2	14,1	15,3
May-06	21,7	24,6	15,0	21,3	16,3	17,7	14,0	15,3
Jun-06	24,4	26,6	18,9	23,5	15,7	17,9	15,2	16,6
Promedio anual en términos nominales								
2005	19,9	18,5	23,4	18,2	20,8	20,0	18,2	17,9
2006 hasta Junio	21,1	22,4	18,2	19,6	16,5	17,4	14,4	15,4
Variación porcentual real anual del promedio mensual de datos semanales								
Ene-05	10,4	9,3	13,5	8,9	14,1	12,5	12,3	11,7
Feb-05	11,6	10,2	15,0	8,4	13,6	12,0	11,6	11,1
Mar-05	14,2	11,7	20,5	12,4	15,0	14,3	12,1	11,7
Abr-05	13,6	11,3	19,2	11,6	16,6	15,1	13,0	12,5
May-05	13,5	12,1	16,8	12,6	14,0	13,6	13,0	12,6
Jun-05	12,7	12,2	14,0	12,4	15,2	14,4	13,6	13,2
Jul-05	14,2	12,9	17,7	12,4	14,5	13,9	12,0	11,8
Ago-05	13,5	14,4	11,2	14,9	13,9	14,2	11,6	11,6
Sep-05	16,9	14,3	23,5	14,0	15,3	14,9	12,3	12,2
Oct-05	15,8	15,8	15,7	15,0	16,6	16,2	13,1	13,1
Nov-05	17,7	15,1	24,2	14,1	17,3	16,4	14,2	14,0
Dic-05	15,2	14,0	18,3	13,6	13,5	13,6	11,5	11,7
Ene-06	15,8	14,2	19,8	13,2	12,2	12,5	10,8	11,2
Feb-06	14,4	15,1	12,6	13,4	12,7	12,9	9,3	10,1
Mar-06	13,3	15,3	8,5	12,0	11,7	11,8	8,7	9,5
Abr-06	17,8	19,0	15,1	15,3	11,4	12,5	9,5	10,7
May-06	17,0	19,8	10,5	16,6	11,8	13,2	9,5	10,8
Jun-06	19,7	21,8	14,4	18,8	11,4	13,5	10,8	12,2
Promedio anual en términos reales								
2005	14,1	12,8	17,5	12,5	15,0	14,2	12,5	12,3
2006 hasta Junio	16,3	17,5	13,5	14,9	11,9	12,7	9,8	10,8

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

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cabe resaltar que, dentro de la actual estrategia de política monetaria, el comportamiento del M3 refleja cambios en la demanda de dinero y no en la postura del Banco de la República. En esta medida, los cambios del M3 deben ser entendidos a la luz del comportamiento de los determinantes de la demanda de dinero tales como: i) demanda agregada; ii) condiciones actuales y futuras del mercado cambiario; iii) cambios en inflación; y iv) tasas de interés internas y externas.

Por otra parte, el alto crecimiento observado en años anteriores para el M3 coincidió con períodos de mayor confianza en el sistema financiero colombiano y de mayores entradas de capitales (Cuadro 15); en particular, en 2003 y 2004 el peso colombiano se apreció en promedio 9,5% y 6,5%, respectivamente. Este resultado, junto con el comportamiento de los flujos externos netos de portafolio privado y las bajas tasas de interés externas, originó un cambio del portafolio de los agentes en favor de activos domésticos.

Por componentes, la dinámica del M3 fue determinada por la desaceleración de los pasivos sujetos a encaje (PSE), los cuales, hasta mayo de 2006, arrojaron un crecimiento anual promedio de 14,2%. Los CDT bajaron su tasa de crecimiento anual promedio de 10,1% en 2005 a 7,0% durante el mismo período. De igual forma, los ahorros pasaron de crecer 30,0% en promedio

Cuadro 15

M3 y sus determinantes

	2003	2004	2005	I trim. 2006
Crecimiento anual de M3 **1/**				
Total	11,84	14,17	16,72	12,65
Sin repos de la TGN	10,76	15,95	18,63	14,11
Crecimiento anual real del M3				
Total	4,42	7,77	11,23	8,19
Sin repos de la TGN	3,41	9,46	13,05	9,60
Cambio en tasa de inflación **2/**	0,79	(1,23)	(0,86)	(0,85
Crecimiento anual real del PIB	3,89	4,79	5,14	5,30
Tasa de interés interna				
CDT	7,73	7,71	6,91	5,92
Cambio en la tasa de CDT	(1,13)	(0,02)	(0,80)	(1,46)
Tasa de interés externa				
Depósitos a término 90 días EE.UU.	1,15	1,56	3,51	4,00
Cambio en la tasa externa	(0,57)	0,41	1,95	2,00
Tasa de cambio nominal				
Variación anual promedio **3/**	13,04	(9,47)	(6,55)	(3,59)
Cambio en variación anual promedio	2,32	(22,51)	2,92	6,41

1/ Crecimiento promedio anual de datos trrimestrales.

2/ Cambio en la tasa de inflación calculada como el promedio anual de datos trimestrales.

3/ Variación promedio de las depreciaciones anuales con datos trimestrales.

Fuente: Banco de la República, DANE, Federal Reserve Economic Data (FRED).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

durante 2005 a 24,2% entre enero y mayo de 2006; de la misma manera, las cuentas corrientes y los bonos se desaceleraron de forma importante durante este año al bajar su tasa de crecimiento de 16,7% y 21,1% en promedio, respectivamente, en 2005, a 15,2% y 5,7% hasta mayo de 2006.

En el Cuadro 16 se muestra la descomposición del M3 para los sectores público y privado: en el caso del M3 privado, en mayo pasado los depósitos de este sector en los establecimientos de crédito presentaron un crecimiento anual de 17,4%. Entre enero y mayo de 2006 su crecimiento fue de 16,8% frente a 18,4%, en promedio, para igual período de 2005. Esto refuerza lo mencionado anteriormente en el sentido de una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la demanda de dinero por las razones ya explicadas.

Por otro lado, la variación anual de los depósitos públicos en el sistema financiero fue de 1,4% en mayo pasado. Al excluir los repos realizados entre el sistema financiero y la Tesorería General de la Nación (TGN), este crecimiento es de 9,9%; además, cabe mencionar que estos depósitos públicos obedecen más a factores puntuales de manejo de los recursos de la TGN y otras entidades, relacionados con el recaudo de impuestos y otros, y, en menor medida, a los determinantes de la demanda de dinero mencionados.

Cuadro 16

Composición del agregado amplio M3 (*)

(Miles de millones de pesos)

	Septiembre			Diciembre			Marzo			Mayo		
	2005	2006	Var. anual (%)	2005	2006	Var. anual (%)	2005	2006	Var. anual (%)	2005	2006	Var. anual (%)
M3 privado	**68.625**	**83.468**	**21,6**	**77.487**	**91.598**	**18,2**	**77.127**	**89.890**	**16,5**	**78.170**	**92.577**	**18,4**
Efectivo	10.547	12.925	22,5	13.832	16.397	18,5	12.121	14.864	22,6	12.311	15.286	24,2
PSE	58.078	70.543	21,5	63.655	75.200	18,1	65.006	75.026	15,4	65.859	77.291	17,4
Cuentas corrientes	7.582	9.403	24,0	10.250	12.474	21,7	8.932	10.799	20,9	8.786	11.061	25,9
CDT	24.471	26.935	10,1	24.418	26.855	10,0	25.228	27.253	8,0	25.812	27.381	6,1
Ahorro	21.613	29.320	35,7	24.330	30.861	26,8	26.279	32.149	22,3	26.342	33.795	28,3
Otros	4.411	4.885	10,7	4.656	5.011	7,6	4.568	4.825	5,6	4.918	5.053	2,7
M3 público	**19.324**	**20.353**	**5,3**	**19.629**	**20.998**	**7,0**	**19.788**	**20.597**	**4,1**	**21.818**	**22.117**	**1,4**
Cuentas corrientes	3.780	3.956	4,7	5.041	5.510	9,3	4.091	4.261	4,2	4.254	4.149	(2,5)
CDT	2.614	2.392	(8,5)	2.276	2.179	(4,3)	2.365	2.447	3,4	2.349	2.739	16,6
Ahorro	7.870	10.838	37,7	8.307	9.834	18,4	9.637	10.702	11,1	10.328	11.673	13,0
Repos	2.265	0	0,0	1.194	0	0,0	922	0	0,0	1.694	0	0,0
Otros	2.796	3.167	13,3	2.810	3.475	23,7	2.772	3.186	14,9	3.193	3.556	11,4
M3 total	**87.949**	**103.821**	**18,0**	**97.116**	**112.596**	**15,9**	**96.915**	**110.487**	**14,0**	**99.987**	**114.694**	**14,7**
Efectivo	10.547	12.925	22,5	13.832	16.397	18,5	12.121	14.864	22,6	12.311	15.286	24,2
PSE	77.402	90.896	17,4	83.283	96.198	15,5	84.794	95.623	12,8	87.677	99.408	13,4

Fuente: Superintendencia Financiera.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

C. Cartera del sistema financiero y calidad de los activos

En la primera parte de esta sección se analizan los principales indicadores del sistema financiero colombiano, diferenciando el comportamiento de las entidades nacionales respecto de las extranjeras. En la segunda parte se realizan algunos ejercicios de riesgo de crédito, de liquidez y de mercado.

1. Cartera de créditos

A mayo de 2006 la cartera del sistema financiero continuó con la dinámica que se venía presentando desde hace algunos años, al crecer 19,04% real, impulsada, principalmente, por la cartera de consumo, la cual creció 40,3% en términos reales, mientras que la comercial continuó creciendo a tasas moderadas (13,0%) (Gráfico 26).

De la evolución de la cartera de créditos dos hechos llaman la atención: 1) la recuperación de la cartera hipotecaria, que a pesar de seguir presentando tasas de crecimiento negativas, muestra un cambio de tendencia al decrecer cada vez menos; así, mientras en mayo de 2005 la cartera hipotecaria cayó 27,6%, en mayo de 2006 la caída fue tan sólo de 1,1%; 2) el alto crecimiento de la cartera de consumo, cuya calidad recientemente se ha deteriorado un poco, y además es la que podría presentar mayor riesgo para el sistema, ya que requiere menos colateral que el resto de cartera. Lo anterior implica que el monitoreo de este tipo de créditos y de los riesgos subyacentes al mismo debe ser mayor, como se ha anotado en las últimas ediciones del *Reporte de Estabilidad Financiera*.

Gráfico 26

Cartera bruta de los establecimientos de crédito (crecimiento real anual)

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

Tanto los bancos extranjeros como los nacionales han aumentado la cartera de consumo desde finales de 2002. Sin embargo, desde 2004 el crecimiento de esta cartera ha sido más pronunciado en las entidades extranjeras, alcanzando 63% en términos reales a mayo de 2006, mientras que en las entidades nacionales el crecimiento fue de 32,6% (Gráfico 27), comportamiento que sólo se había presentado a principios de 1998, aunque en niveles

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

significativamente inferiores, cuando la cartera de consumo de las entidades extranjeras crecía en un 20% real y la de las entidades nacionales crecía 6,6%.

Gráfico 27

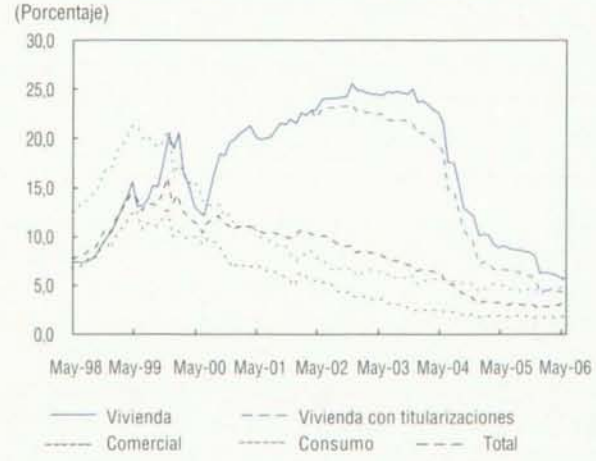
Crecimiento real de la cartera de consumo

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

Por su parte, el indicador de calidad de cartera se ha mantenido relativamente estable en 2006, presentando un leve aumento al alcanzar un valor de 3,3%, 0,8 puntos porcentuales (pp) por encima del valor alcanzado en diciembre de 2005[10]; este aumento se debe al deterioro del indicador de la cartera de consumo, el cual cambió de tendencia y aumentó 2,4 pp de diciembre de 2005 a mayo de 2006 (Gráfico 28).

Gráfico 28

Calidad de cartera por tipo de crédito (*)



(*) El índice de calidad de cartera se calcula como la cartera vencida sobre la cartera bruta.

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

En el Gráfico 29 se observa la evolución del indicador de calidad de la cartera de consumo en los últimos 12 meses para las entidades nacionales y extranjeras. El indicador es mayor en el caso de las entidades nacionales. El gráfico muestra un cambio de tendencia en el indicador de calidad de cartera para ambos tipos de instituciones desde diciembre de 2005, mostrando un mayor deterioro para las entidades nacionales y una leve corrección reciente en las extranjeras.

Adicionalmente, como se mencionó en la primera parte de este Informe, el indicador de cubrimiento de la cartera (provisiones/cartera vencida) continúa

[10] El indicador de calidad de cartera se mide como la razón de cartera vencida a cartera bruta.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 29

Índice de calidad de cartera de consumo

(Porcentaje)

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

Gráfico 30

Cubrimiento: provisiones/cartera vencida

(Porcentaje)

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

en niveles altos, alrededor de su máximo histórico, al situarse en 20,8%, aunque ha disminuido en lo corrido del año. El Gráfico 30 muestra el comportamiento de este indicador para la banca nacional y la extranjera. En particular se observa que los bancos extranjeros tienen un mayor cubrimiento que los nacionales, con un indicador mayor en 47,3 pp en mayo de 2006.

Si se analiza el indicador de cubrimiento con respecto a la cartera riesgosa[11], la brecha existente entre entidades nacionales y extranjeras se presenta sólo desde finales de 2005, lo cual es consistente con el mayor crecimiento de la cartera riesgosa y, por ende, de las provisiones en estas instituciones.

En resumen, se observa una dinámica importante de la cartera de créditos, impulsada por la cartera de consumo y por la menor caída de la cartera hipotecaria; además, el indicador de calidad de cartera presenta los mejores niveles históricos, aunque para el caso de la cartera de consumo se observa un cambio de tendencia. La banca extranjera ha presentado tasas de crecimiento de la cartera de consumo muy superiores a las de la banca nacional, pero han aumentado, a su vez, el cubrimiento con el fin de hacer frente a los crecimientos de las carteras vencida y riesgosa.

[11] La cartera riesgosa se define como aquella cartera del sistema financiero que tiene al menos un día de vencida, en términos técnicos es toda la cartera que no se clasifique como A.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

2. Rentabilidad del sistema financiero

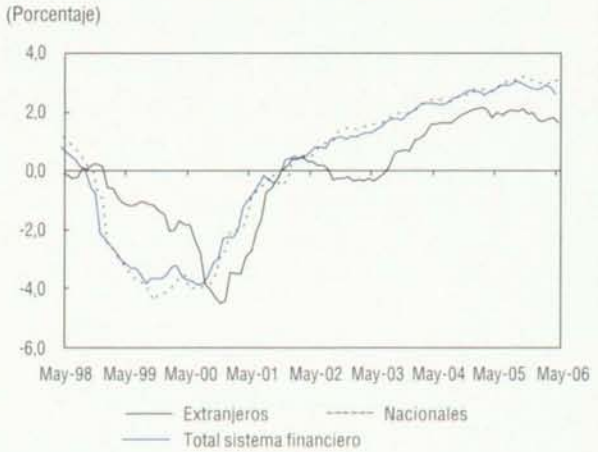
El indicador de rentabilidad del sistema financiero disminuyó levemente a mayo de 2006, al ubicarse en 2,6%, es decir, 0,13 pp por debajo del valor alcanzado en mayo del año anterior; dicha disminución se debe, principalmente, a los menores ingresos percibidos por la desvalorización de las inversiones, las cuales representaron el 20,5% del total de ingresos financieros del sistema, 3,6 pp menos de lo alcanzado en el mismo mes del año anterior, lo cual implica una caída de estos ingresos de $192,6 mm en los últimos 12 meses (Gráfico 31).

El indicador de rentabilidad del activo del sistema financiero colombiano es uno de los mayores de la región: en el Cuadro 17 se presenta este indicador para algunos países de América Latina, desde diciembre de 2004. El promedio del indicador ha venido aumentando, además se observa que Colombia ha estado por encima del promedio en todos los momentos del tiempo, y presenta uno de los mayores indicadores –sólo por debajo de Venezuela–.

La rentabilidad del activo es mayor para los establecimientos nacionales, debido, esencialmente, a que han

Gráfico 31

Rentabilidad del activo



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

Cuadro 17

Indicador de rentabilidad: utilidad/activos

	Dic-04	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dic-05
Brasil	1,67	1,78	1,84	1,89	2,02
Chile	1,24	1,20	1,23	1,29	1,27
México	1,21	1,33	1,76	1,90	2,13
Perú	1,18	1,23	1,42	1,85	1,90
Venezuela	4,62	4,00	3,41	3,40	3,01
Colombia	**2,40**	**2,38**	**2,62**	**2,75**	**2,51**
Promedio	**2,05**	**1,99**	**2,05**	**2,18**	**2,14**

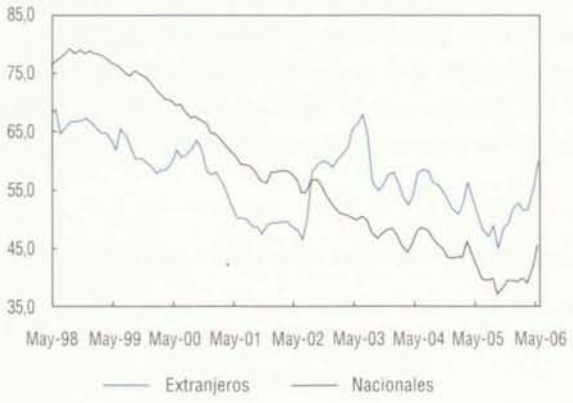
Fuente: Superintendencia Financiera de cada país, Banco Central de Brasil, cálculos del Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 32

Diferencia en participación: ingresos por cartera, menos ingresos por inversiones

(Porcentaje)



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

Gráfico 33

Margen real con tasas *ex post*

(Porcentaje)

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

obtenido mayores ingresos por inversiones (Gráfico 32); con esto, mayor importancia de los ingresos por inversiones, en especial para la banca nacional, se aprecia observando la diferencia entre la participación de los ingresos obtenidos por cartera y los obtenidos por inversiones sobre el total de ingresos financieros. Sin embargo, la tendencia cambió en el último mes analizado, principalmente debido a la crisis de los TES, la cual ocasionó una pérdida en la participación de los ingresos provenientes de las inversiones en el total.

Por otro lado, los bancos nacionales frente a los extranjeros presentan un mayor margen de intermediación, producto de tasas activas *ex post*[12] más altas, dado que la tasas pasivas son prácticamente iguales en ambos grupos de entidades (Gráfico 33).

En términos generales, se observa que tanto la banca nacional como la extranjera presentan indicadores de rentabilidad favorables y en crecimiento, comprobando el buen momento por el que atraviesa el sistema financiero colombiano, el cual se encuentra, en términos de rentabilidad del activo, por encima del promedio de algunos países de América Latina.

[12] La tasa activa *ex post* se calcula como la razón de ingresos por intereses sobre cartera productiva.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

3. Análisis de riesgo

a. Riesgo de crédito

Como se reseñó anteriormente, la expansión crediticia ha venido acompañada de una alta calidad de la cartera y de elevados niveles de provisiones, lo cual hace que el *riesgo de crédito,* que refleja la posibilidad de que los deudores incumplan su compromiso de repagar sus deudas a los intermediarios financieros, no sea una fuente de inestabilidad para el sistema financiero en el corto plazo. Sin embargo, movimientos drásticos de las principales variables macroeconómicas pueden deteriorar los balances de los principales deudores, causando así un incremento en la cartera morosa de los establecimientos de crédito: por ejemplo, caídas en la actividad económica, aumentos en la tasa de interés o cambios pronunciados en los precios de los activos de la economía pueden causar un incremento en el incumplimiento de las responsabilidades crediticias por parte de los deudores del sistema financiero.

Se realizaron diversos ejercicios[13] encaminados a la evaluar el impacto que una situación macroeconómica adversa tendría sobre la solidez de las instituciones financieras, y, en particular, se examinó el comportamiento de una muestra de 21 bancos (los cuales representan el 86% de los activos de los establecimientos de crédito) ante cambios tan importantes como los que se vivieron en la crisis económica de finales de la década pasada[14]. El ejercicio 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 realizados muestran que la solidez del sistema permite una mayor protección que la que tenía cuando se presentó la crisis de 1998-1999. Tal como se presenta en el Cuadro 18, una caída de la actividad económica como la observada a finales de la década pasada llevaría a que la relación de solvencia de seis bancos se ubicara por debajo del 9%, establecido como el mínimo regulatorio; además, si tal desaceleración viniera acompañada de un incremento en las tasas de interés o una caída en los precios de vivienda, siete intermediarios financieros presentarían una relación de solvencia por debajo del mínimo. Aunque el impacto sobre el sistema financiero es sustancial, en ninguno de estos eventos la relación de solvencia agregada estaría por debajo del 9%.

---

[13] Una explicación detallada de estos ejercicios se puede apreciar en la edición de diciembre de 2005 del *Reporte de Estabilidad Financiera.*

[14] Los ejercicios para cartera de consumo e hipotecaria suponen una caída del 6,8% en la actividad económica, como lo observado en el segundo trimestre de 1999; una subida en tasas de interés de 450 pb, como la que se observó 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 caída en las ventas del 9%, como la registrada durante 1999.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 18

Número de bancos cuya relación de solvencia caería por debajo del mínimo (12 meses)

	Choque 1 1/	Choque 2 2/	Choque 3 3/
Comercial	0	2	3
Consumo	2	2	2
Hipotecaria	0	0	0
Total	0	6	7
Relación de solvencia	12,6	10,6	9,8

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

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

3/ Combinación.

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

b. Riesgo de liquidez

La naturaleza de la actividad de intermediación financiera conlleva la transformación de pasivos de corto plazo (líquidos) en activos de largo plazo (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.

Una buena aproximación al riesgo de liquidez es la diferencia entre los pasivos susceptibles de ser redimidos y los activos líquidos, diferencia que (como porcentaje de los activos ilíquidos) constituye la razón de pasivos no cubiertos (RPNC)[15], por tanto, entre más negativo es el indicador, menor es el riesgo de liquidez que enfrenta la entidad.

Un escenario de choque 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[16]. De acuerdo con el Gráfico 34, ninguna entidad presentaba una RPNC positiva a febrero de 2006, lo cual sugiere la baja incidencia del riesgo de liquidez. Bajo este escenario de choque, cuatro entidades (representando cerca del 8% de los activos totales del sistema) exhibirían una RPNC positiva, en promedio 5%. Estos resultados sugieren que aun en un escenario extremo el sistema financiero colombiano exhibe una alta resistencia en términos de las necesidades de liquidez.

15 $RPNC = [(PTr + PL) - AT] / (AT - AL)$, donde PTr es el componente transitorio de los pasivos no líquidos, PL son los pasivos líquidos, AT los activos totales y AL los activos líquidos.

16 Este porcentaje corresponde al promedio de los más altos retiros observados durante la crisis financiera de fines de la década de los noventa.

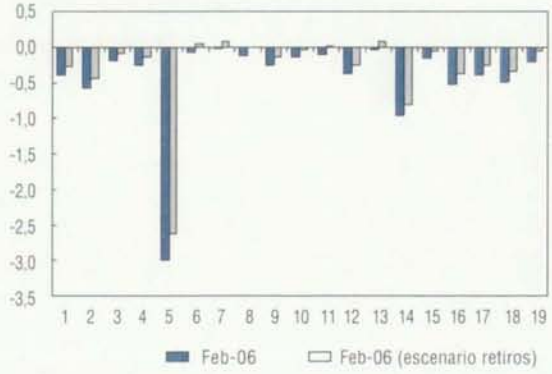
Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

c. *Riesgo de mercado*

La creciente participación de las inversiones en el activo del sistema financiero ha generado un mayor interés en la medición y en el manejo del riesgo de mercado asociado con el portafolio de los agentes del sistema financiero.

Gráfico 34

Análisis de sensibilidad: RPNC 1/ de bancos y BECH 2/



1/ Razón de pasivos no cubiertos.
2/ Bancos especializados en cartera hipotecaria.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Pasadas ediciones del *Reporte de Estabilidad Financiera* han hecho énfasis sobre la necesidad de seguir de cerca el incremento en la exposición al riesgo de mercado, dado el aumento en la tenencia de títulos de las entidades del sistema financiero; con esto, una mayor exposición aumenta la sensibilidad del portafolio a cambios en las tasas de interés de las inversiones, lo cual podría traducirse en importantes pérdidas de haber un cambio adverso sobre los precios de estos activos y no contar con los requerimientos de capital adecuados para enfrentar dicha situación.

De hecho, desde comienzos de marzo el mercado secundario de títulos de deuda pública ha experimentado un período de precios a la baja[17], lo que indudablemente ha afectado el valor de mercado del portafolio de las entidades financieras. El efecto sobre los precios de estos activos se materializó en un período de estrés en el mercado, con agentes liquidando importantes cantidades de sus portafolios y enfrentando posibles pérdidas por valoración.

Con lo anterior, la presente sección evalúa de forma preliminar el efecto de los cambios en los precios sobre el valor de mercado de los portafolios. En la primera parte, se evalúa el cambio en el valor de mercado del portafolio de los establecimientos de crédito entre el 28 de febrero y el 26 de mayo de 2006; estas fechas corresponden al período reciente de baja en precios para el que se cuenta con información. Con este ejercicio se busca saber cuál ha sido el efecto sobre el valor del portafolio, tanto por variación en el *stock* de

[17] Cabe anotar también que los títulos indexados a unidad de valor real (UVR) y al IPC (i. e., tasa variable) se valoran de forma distinta a los pesos (i. e., tasa fija), y que dado el buen comportamiento de la inflación en los meses considerados en esta sección sus precios tuvieron una mayor estabilidad (algunos incluso aumentaron); por tanto, cuando hablamos de un contexto de caída en los precios, nos referimos a los títulos tasa fija, los cuales representan poco más de 70% del portafolio de los agentes.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

títulos como por cambios en los precios de los mismos. Cabe resaltar que este no es un ejercicio de pérdidas por valoración ya que no se tiene información del momento en que se vendieron efectivamente los títulos entre los dos períodos, ni a qué precio; debido a esto, un segundo ejercicio evalúa las pérdidas potenciales en que incurrirían los agentes frente a un escenario específico.

i) Exposición del sistema financiero al mercado de TES B

Como se mencionó anteriormente, desde comienzos de marzo se observó una disminución en los precios de las inversiones en títulos de deuda pública. El valor de mercado de las transacciones de TES B cayó 7,9% entre febrero y mayo de 2006, al pasar de $51,9 b a $47,8 b[18]. Como resultado de esta desvalorización y de que los títulos con vencimiento hasta el mes de abril no fueron renovados, el portafolio de los agentes al 26 de mayo de 2006 presentó una menor exposición al mercado de títulos de deuda pública.

La caída en la exposición del sistema financiero a los títulos de deuda pública fue liderada por la menor exposición de los establecimientos de crédito (Cuadro 19), los cuales pasaron de tener $25,7 b de TES B a $23,4 b, lo que representa una caída de 9,2%. Por su parte, el sector financiero no bancario disminuyó su exposición en 6,5%, al pasar de $26,2 b a $24,5 b de TES B al 26 de mayo de 2006 (Cuadro 20).

Cuadro 19

Saldos de TES B valorados a precios de mercado: establecimientos de crédito

(Millones de pesos)

	Pesos	Tasa variable	UVR	Total
Saldos a 28 de febrero de 2006				
Bancos comerciales	18.184.198	925.063	4.851.008	**23.960.269**
Compañías de financiamiento comercial	64.998	0	23.784	**88.782**
Cooperativas grado superior	10.730	0	0	**10.730**
Corporaciones financieras	1.548.694	18.256	136.031	**1.702.982**
Total entidades de crédito	**19.808.621**	**943.319**	**5.010.823**	**25.762.763**
Saldos a 26 de mayo de 2006				
Bancos comerciales	16.506.390	934.485	4.270.975	**21.711.849**
Compañías de financiamiento comercial	90.692		25.314	**116.006**
Cooperativas grado superior	14.643			**14.643**
Corporaciones financieras	1.270.111	16.437	256.473	**1.543.021**
Total entidades de crédito	**17.881.836**	**950.921**	**4.552.762**	**23.385.519**

Fuente: Banco de la República.

[18] En el ejercicio de valoración se incluye la totalidad de TES B en poder de los agentes (negociables, disponibles para la venta y hasta el vencimiento).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 20

Saldos de TES B valorados a precios de mercado: sistema financiero no bancario

(Millones de pesos)

	Pesos	Tasa variable	UVR	Total
Saldos a 28 de febrero de 2006				
Comisionistas de bolsa	274.006	1.635	157.314	**432.954**
Compañías de seguro y capitalización	1.456.089	193.921	902.854	**2.552.864**
Sociedades administradoras de fondos, pensiones y cesantías	13.876.068	856.814	4.587.987	**19.320.868**
Sociedades fiduciarias	2.694.225	583.770	631.880	**3.909.875**
Total sector financiero no bancario	**18.300.387**	**1.636.140**	**6.280.035**	**26.216.561**
Saldos a 26 de mayo de 2006				
Comisionistas de bolsa	388.960	1.505	124.918	**515.383**
Compañías de seguro y capitalización	1.399.804	190.191	1.201.595	**2.791.590**
Sociedades administradoras de fondos, pensiones y cesantías	12.621.172	663.739	4.825.383	**18.110.294**
Sociedades fiduciarias	1.973.885	541.037	577.109	**3.092.030**
Total sector financiero no bancario	**16.383.821**	**1.396.472**	**6.729.005**	**24.509.298**

Fuente: Banco de la República.

Por tipo de intermediario, en el grupo de establecimientos de crédito los bancos comerciales continúan concentrando los TES B con 93,4%; por el lado del sector financiero no bancario, las sociedades administradoras de fondos de pensiones conservan la mayor participación (68,1%). Por otro lado, tanto los establecimientos de crédito como el sector financiero no bancario siguen manteniendo la mayor parte del total de su portafolio en títulos de tasa fija (pesos), los cuales representan el 77,6% y el 65,1%, respectivamente.

ii) Evaluación de pérdidas

Como se mencionó anteriormente, los cambios en el valor de mercado del portafolio presentados en la primera parte de esta sección no constituyen un ejercicio de pérdidas por valoración en sí, ya que no se tiene información del momento y de los precios a los cuales se vendieron efectivamente los títulos entre los dos períodos; por esta razón, se llevó a cabo un segundo ejercicio, en el cual se supone que los agentes se enfrentan a un cambio inesperado en los precios de sus títulos y se ven obligados a liquidar todo su portafolio a estos nuevos precios.

Para tal efecto, se valoró el portafolio del 28 de febrero utilizando los precios del 26 de mayo, y luego se comparó frente a su valor inicial (i. e., con los

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

precios del 28 de febrero). Este ejercicio tiene dos supuestos: i) los agentes se ven obligados a liquidar todo su portafolio a los precios del 26 de mayo[19], y ii) durante el período de liquidación los agentes no pueden recomponer su portafolio; de esta forma, la diferencia en el valor de los portafolios arroja la pérdida por valoración en que incurren los agentes dado un cambio en precios, lo cual se entiende como las mayores pérdidas potenciales.

Los resultados se presentan en el Cuadro 21: las pérdidas del total de establecimientos de crédito serían de cerca de $1,1 b, mientras que las del sistema financiero no bancario serían de $1,9 b; así, en el primer caso, las pérdidas estarían concentradas en los bancos comerciales ($1,0 b), mientras que en el segundo el mayor impacto lo tendría el portafolio de las sociedades administradoras de fondos de pensiones ($1,6 b). Las elevadas pérdidas de estas últimas entidades son consecuencia de la alta duración de sus portafolios, dada su tenencia de títulos de largo plazo (por la misma naturaleza del negocio). Esta mayor duración hace que los precios de estos títulos sean más sensibles a cambios en las tasas de interés.

Cuadro 21

Pérdidas por valoración

Choque igual al cambio en precios entre el 28 de febrero y el 26 de mayo de 2006

(Millones de pesos)

	Tasa fija (pesos)	Tasa variable	UVR	Total general
Total entidades de crédito	**679.369**	**52.778**	**363.056**	**1.095.203**
Bancos comerciales	640.805	50.774	346.012	1.037.591
Compañías de financiamiento comercial	1.676	0	942	2.618
Cooperativas de grado superior	206	0	0	206
Corporaciones financieras	36.681	2.004	16.103	54.788
Total sector financiero no bancario	**1.165.943**	**77.633**	**727.157**	**1.970.733**
Sociedades Admon. de fondos, pensiones y cesantías	995.507	41.288	576.039	1.612.834
Sociedades fiduciarias	95.197	28.028	45.788	169.013
Compañías de seguro y capitalización	58.085	8.189	91.098	157.372
Comisionistas de bolsa	17.155	128	14.232	31.515

Fuente: Banco de la República.

[19] El portafolio que se liquida incluye todas las posiciones (negociables, disponibles para la venta y hasta el vencimiento).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

V. *Política monetaria y cambiaria*

A. Política monetaria

El objetivo primario de la política monetaria en Colombia es alcanzar y mantener una tasa de inflación baja y estable, además de lograr la máxima tasa de crecimiento sostenible del producto acorde con la estabilidad de precios; lo anterior contribuye a alcanzar un crecimiento sostenido que genere empleo y mejore el nivel de vida de la población. Por el contrario, si la economía crece a un ritmo que no es sostenible, tarde o temprano se generará una crisis con consecuencias graves para la economía, deterioro de los indicadores sociales, pérdida de confianza de la población y caídas en la inversión y en el empleo.

Para lograr este objetivo, la autoridad monetaria utiliza un marco de política monetaria que se denomina *inflación objetivo* y que es aplicado en más de 50 economías del mundo, tanto desarrolladas como en desarrollo.

Para llevar a cabo la política de *inflación objetivo* la JDBR define metas cuantitativas de inflación; así, para 2006 la meta puntual de inflación es de 4,5% con un rango entre 4% y 5%. Con el fin de contribuir a anclar las expectativas de inflación a plazos más largos, la JDBR también define el rango en el cual se determinará la meta de inflación de 2007 (entre 3% y 4,5%), y la meta de inflación de largo plazo (entre 2% y 4%).

El Banco de la República implementa la política monetaria modificando las tasas de interés a la cual suministra y retira liquidez de la economía. Estas tasas de intervención son el instrumento de la política monetaria, ya que a través de ellas el Banco afecta las tasas de interés de mercado.

Cuando el Banco de la República altera sus tasas de intervención, afecta las tasas de interés de mercado, la tasa de cambio y el costo del crédito, poniendo en marcha una serie de mecanismos que influyen sobre los mercados financieros, las decisiones de gasto, producción y empleo de los agentes, las expectativas de los agentes económicos y la tasa de inflación. Esta sucesión de mecanismos se conocen con el nombre de "mecanismos de transmisión", los cuales se refieren a los procesos o canales mediante los cuales las decisiones de política monetaria se transmiten al producto y la inflación, luego de un rezago de tiempo largo y variable.

1. Mecanismos y rezagos de transmisión de la política monetaria

a. Canales de transmisión de la política monetaria

La política monetaria afecta la inflación y el producto a través de cuatro canales principales, a saber: el canal directo de tasas de interés, el canal de

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

crédito, el canal de tipo de cambio y el canal de expectativas; además, cabe anotar que varios de estos canales se encuentran interrelacionados y pueden funcionar de manera complementaria.

i. El canal directo de la tasa de interés

Este es el mecanismo de transmisión más tradicional: mediante variaciones en la cantidad de dinero, el banco central provoca cambios en la tasa de interés nominal que, dada alguna rigidez en el conjunto de precios de la economía, se traducen en variaciones de la tasa de interés real. Estos cambios en la tasa de interés real afectan el consumo y la inversión y, por ende, la demanda agregada.

ii. El canal de crédito

El mecanismo anterior opera simplemente porque la tasa de interés es el costo de oportunidad frente al cual se comparan, por ejemplo, las decisiones de inversión productiva; sin embargo, en la medida en que existan intermediarios financieros dispuestos a otorgar crédito, la fuente de financiamiento de las empresas y de los hogares cobra importancia en la toma de decisiones de inversión de estos agentes, los cuales cuentan con dos fuentes de financiamiento principales: el crédito bancario y el financiamiento interno (fondos propios). En este contexto, el costo relativo del crédito frente al financiamiento interno se torna relevante; así, si el banco central baja las tasas de interés se abarata el crédito y las empresas y los hogares van a querer financiarse en mayor grado con estos recursos. Por tanto, el acceso a mayores recursos de crédito (por la reducción en las tasas de interés sobre préstamos) les permite financiar gastos de consumo y de inversión que de otra manera no se realizarían. Todo esto impulsa la actividad económica y el empleo.

iii. El canal de tipo de cambio

La política monetaria puede afectar la tasa de cambio a través de movimientos en las tasas de interés o, directamente, a través de la intervención del banco central en el mercado cambiario; con todo lo demás constante, un aumento inesperado de la tasa de interés interna debiera apreciar la moneda local; a su vez, las variaciones en el tipo de cambio nominal, dadas las rigideces de los precios en el corto plazo, afectan las exportaciones y las importaciones y, a través de ellas, la demanda agregada. Una depreciación genera un aumento en las exportaciones netas y en la demanda agregada; además, la depreciación tiene un impacto directo sobre el nivel de inflación a través del componente de importaciones.

En el Gráfico 35 se observa la relación entre la devaluación del tipo de cambio y la inflación de bienes transables desde 2002 hasta la fecha. Como se

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

puede apreciar, ambas series están directamente correlacionadas, aunque existe un rezago en la transmisión entre la devaluación y la inflación, y la magnitud de esta transmisión es bastante baja: se estima que un aumento de 10% en el tipo de cambio genera un aumento entre 0,4% y 0,6% en la inflación luego de tres a seis meses.

Gráfico 35

Inflación de transables y devaluación

Fuente: DANE y Banco de la República.

Los efectos de las variaciones del tipo de cambio también dependen de las características del sistema financiero y de las alternativas de cobertura ofrecidas por éste: si los residentes locales son deudores netos, una apreciación fuerte de la moneda puede mejorar significativamente sus hojas de balance, con un efecto expansivo sobre la demanda agregada que puede disminuir el efecto de precios relativos.

iv. Canal de expectativas

Teniendo en cuenta el carácter intertemporal de las decisiones de los agentes económicos, este canal define la manera como los agentes generan sus expectativas del futuro. Las expectativas están presentes en todos los restantes canales, especialmente en el canal de crédito y en el de tipo de cambio; así, sobrerreacciones de los precios de los activos, como las observadas en los ciclos de expansión y contracción de los valores accionarios, pueden tener efectos "riqueza" que se transmiten por los mecanismos ya descritos hacia las firmas y hogares.

El efecto de un cambio de política sobre las expectativas puede variar en distintos momentos del tiempo o del ciclo; con esto, la incertidumbre sobre el impacto del cambio de política en la economía aumenta la importancia de tener un régimen creíble y transparente. Por tal razón, las expectativas de inflación son un componente determinante de las negociaciones salariales y fijación de contratos, siendo una fuente directa del mecanismo de generación de precios y de la inflación.

La credibilidad del banco central desempeña un papel importante, pues guía las expectativas inflacionarias de los agentes. Por ejemplo, una meta de inflación creíble permite a los agentes generar expectativas más claras y

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

menos erráticas respecto de cuál será el comportamiento de la política monetaria en el futuro. Así, el impacto de una decisión de política hoy, sobre la estructura global de tasas de interés de la economía, debería ser más predecible al existir un mayor grado de credibilidad en los objetivos del banco central.

b. Rezagos en la transmisión de la política

Como se describió anteriormente, la política monetaria tiene diversos canales a través de los cuales puede tener impacto sobre el producto y la inflación; no obstante, los mecanismos de transmisión de la política monetaria tienen rezagos de transmisión largos y variables porque la economía toma tiempo en ajustarse a cambios en las condiciones monetarias.

De acuerdo con la literatura internacional el rezago en la transmisión de la política monetaria se encuentra entre cuatro y ocho trimestres. En algunos estudios específicos para Colombia se ha encontrado que tal rezago está alrededor de seis a ocho trimestres. En el Diagrama 1 se ilustran los principales canales de transmisión de la política monetaria generando un proceso dinámico de ajuste de la economía.

Cada una de las etapas que se muestran en el Diagrama 1 precede a la otra con una longitud de rezago diferente: dado que el efecto de las acciones de política monetaria sobre los precios puede tomar un tiempo considerable, el Banco de la República debe identificar, tan pronto como sea posible, cualquier signo que indique el surgimiento de presiones al alza o a la baja en los precios. De esta manera, está en condiciones de tomar acciones correctivas y anticiparse al momento en que tales presiones se sentirán. Medidas de política tomadas a tiempo son necesarias para asegurar que la economía pueda crecer sobre una base sostenible, esto es, al ritmo de crecimiento del producto potencial, sin generar presiones inflacionarias ni desequilibrios macroeconómicos.

Si por cualquier razón la política monetaria se demora en reaccionar cuando las condiciones de la economía indican que en el futuro la inflación podría posicionarse por encima de la meta, el aumento posterior de las tasas de interés tendría que ser más agresivo si se quiere retomar el control de la inflación. Además, un incremento brusco de las tasas de interés generaría una volatilidad en la inflación, la tasa de cambio y el producto, que puede ser evitada si la autoridad monetaria actúa oportunamente. Como lo muestran ampliamente la evidencia empírica y la experiencia internacional, la volatilidad excesiva de las tasas de interés lleva a una pérdida del crecimiento del producto y del empleo.

Los bancos centrales que tienen metas de inflación cuantitativas como objetivo centran su atención en los pronósticos de inflación más que en la

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Diagrama 1
Mecanismos de transmisión de la política monetaria

situación actual de la inflación. Para la elaboración de tales pronósticos los bancos centrales utilizan modelos econométricos y tienen en cuenta un gran espectro de información, como indicadores de actividad económica y empleo, costos y salarios, tasa de cambio, demanda mundial, tasas de interés internacionales, y precios de bienes importados, entre otros.

2. Decisiones de política monetaria

Desde finales de la década pasada la política monetaria ha mantenido una postura de estímulo al crecimiento económico y al empleo, al tiempo que la economía colombiana continúa avanzando hacia la meta de largo plazo de estabilidad de precios. En los tres años precedentes el crecimiento se ha consolidado alrededor de 4,6%, en promedio, básicamente gracias a los niveles históricamente bajos de las tasas de interés que han dado un impulso significativo a la demanda agregada. Como ya se ha indicado, la economía también se ha beneficiado de condiciones externas favorables y de un mejoramiento en el clima de confianza de hogares y empresas.

En este entorno, tuvo lugar una recuperación de los flujos de capital y de la IED, en particular, los cuales, junto con mayores ingresos por exportaciones de bienes y servicios, se reflejaron en una tendencia hacia la apreciación del peso desde 2004; además, el efecto de la apreciación cambiaria permitió una reducción más acelerada de la inflación de bienes transables y de las expectativas de inflación total. En este contexto, la JDBR encontró condiciones favorables para reducir las tasas de interés en 25 pb en diciembre de 2004 y en 50 pb adicionales en septiembre de 2005. Como se explica más

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

adelante, esta política se complementó con una intervención en el mercado cambiario a través de compras de divisas por US$7.179 m entre 2004 y 2006, parte de las cuales fueron vendidas al Gobierno para facilitar la recomposición de una porción de la deuda externa en interna. Esta intervención estaba dirigida a acumular reservas internacionales y a reducir los pasivos externos de la nación con el fin de proteger a la economía contra cambios imprevistos en el entorno externo; igualmente, buscaba evitar una apreciación excesiva y temporal del peso que, al golpear negativamente a los sectores transables, pusiera en riesgo la sostenibilidad futura del crecimiento económico.

Los resultados de la economía en 2005 y la información económica en lo corrido de 2006 muestran que las fuentes de crecimiento de la economía colombiana son diversas y sostenibles, y que, incluso esta crece a tasas superiores a las previstas inicialmente por los analistas. El dinamismo de las ventas del comercio, el crédito de consumo y la confianza de los consumidores señalan que las expectativas de gasto de estos últimos siguen aumentando a un ritmo fuerte; igual sucede con la inversión privada, cuyo comportamiento se refleja en las importaciones de bienes de capital. Éstas crecieron a una tasa anual de 25,9%[20] en el primer trimestre del año. Adicionalmente, las condiciones externas continúan reflejándose en una demanda mundial dinámica y en niveles altos de los términos de intercambio. De otro lado, el crédito sigue recuperándose, incluso el hipotecario, cuya cartera llevaba varios años contrayéndose en términos absolutos. En estas condiciones, la JDBR consideró que la economía colombiana no requería del mismo estímulo monetario que ha venido recibiendo para mantener su dinamismo.

Los aumentos en la tasa de cambio y las caídas en los precios de las acciones y de los TES desde marzo de 2006 no alteran, en lo fundamental, este escenario, pues estos movimientos obedecen al nerviosismo en el mercado, asociado, principalmente, con eventos externos y con expectativas sobre incrementos de las tasas de interés de los bonos del Tesoro estadounidense (capítulo IV). Aún es difícil determinar la duración y magnitud final de los ajustes en estas variables, pero los factores fundamentales que determinan las perspectivas de crecimiento, tanto de la economía colombiana como de las economías emergentes, todavía son muy favorables.

Con base en estas consideraciones, y teniendo en cuenta el rezago antes discutido con el cual actúa la política monetaria, la JDBR decidió aumentar sus tasas de intervención en 25 pb, en su sesión del 28 de abril, y 25 pb más el 20 de junio de 2006, con lo cual la tasa de subasta de expansión pasó de 6% a 6,5%. De esta forma, la política monetaria busca contribuir a que en el

[20] Información preliminar.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

futuro el dinamismo del producto y el empleo se mantengan en un ambiente de inflación baja y estable. La JDBR señaló que la evolución futura de la economía determinará el nivel y la estructura de las tasas de interés que se requieren para garantizar estas condiciones.

B. Política cambiaria

Desde el año 1999, cuando Colombia adoptó un régimen de flotación cambiaria, la estrategia de inflación objetivo se ha combinado con intervenciones en el mercado cambiario por parte del Banco de la República, como mecanismo complementario para evitar volatilidad en el crecimiento económico y en la tasa de cambio real. El Banco de la República interviene en el mercado cambiario para acumular reservas internacionales con el propósito de reducir la vulnerabilidad externa del país, para reducir la volatilidad de la tasa de cambio, o para moderar las presiones que puedan presentarse hacia revaluaciones insostenibles o hacia depreciaciones excesivas que puedan afectar el comportamiento de la inflación.

Para cumplir con dichos objetivos, el Banco hace intervenciones discrecionales en el mercado cambiario y dispone también de dos instrumentos, cuyas reglas de operación fueron diseñadas desde 1999 y sólo han sufrido leves modificaciones:

i. Subasta de opciones de acumulación (*put*) o desacumulación (*call*), para conducir el nivel de las reservas internacionales hacia los niveles deseados.

ii. Subasta de opciones de venta o compra de divisas para el control de la volatilidad[21].

En lo corrido del presente año, las fluctuantes condiciones del mercado cambiario llevaron a que se activaran los diferentes instrumentos de la política de intervención del Banco; en efecto, entre enero y marzo, período durante el cual se mantuvo la tendencia a la apreciación del tipo de cambio observada desde finales de 2003, el Banco continuó con la estrategia de intervención de los dos años anteriores, comprando US$1.196.7 m mediante el mecanismo de intervención discrecional (Cuadro 22); compras que fueron compensadas, en parte, con ventas al Gobierno por US$1.000 m. De otro lado, a partir de abril y hasta junio la alta volatilidad del tipo de cambio activó, en cinco oportunidades, subastas automáticas de opciones *call* para el control de la volatilidad de acuerdo con las reglas establecidas; así, mediante este mecanismo el Banco vendió reservas internacionales por

[21] El detalle sobre la operatividad de las subastas de opciones *put* y *call* se puede consultar en la página electrónica del Banco de la República: <www.banrep.gov.co>.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 22

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

(Millones de dólares)

	2005	2006						
		Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Acumulado ene-jun
Compras	4.658,4	454,7	655,9	86,1				1.196,7
Opciones *put*								
Para acumulación de reservas internacionales								
Para el control de la volatilidad								
Intervención discrecional	4.658,4	454,7	655,9	86,1				1.196,7
Ventas	3.250,0	600,0	400,0		168,5	608,0	167,8	1.944,3
Opciones *call*					168,5	608,0	167,8	944,3
Para el control de la volatilidad					168,5	608,0	167,8	944,3
Gobierno nacional	3.250,0	600,0	400,0					1.000,0
Compras netas	1.408,4	(145,3)	255,9	86,1	(168,5)	(608,0)	(167,8)	(747,6)

Fuente: Banco de la República.

US$944,9 m. En conjunto, el Banco de la República vendió US$747,6 m en lo corrido del año hasta junio.

VI. *Comportamiento de la balanza de pagos en el primer trimestre de 2006 y perspectivas*

A. Comportamiento de la balanza de pagos durante el primer trimestre de 2006

Durante el primer trimestre de 2006 la balanza de pagos del país arrojó un déficit en cuenta corriente de US$568 m (-1,7% del PIB trimestral), financiado con flujos de capital por US$609 m (1,8% del PIB trimestral), acumulación de reservas brutas por US$149 m[22], y otros flujos (errores y omisiones) por US$109 m. A marzo el saldo de las reservas brutas ascendió a US$15.157 m, equivalentes a 8,5 meses de importaciones de bienes y a 6,9 meses de importaciones de bienes y servicios (Cuadro 23).

1. Cuenta corriente

Entre enero y marzo de 2006 el déficit en cuenta corriente aumentó US$29 m, con respecto al de igual período de 2005. El déficit a marzo se generó,

[22] La variación de las reservas internacionales brutas fue de US$200 m, al pasar de US$14.957 m en diciembre 31 de 2005 a US$15.157 m al finalizar marzo de 2006. Este resultado difiere del registrado en balanza de pagos debido a que esta última sólo registra las variaciones originadas en transacciones y no incluye las valorizaciones por tipo de cambio y precio, las cuales se estimaron en US$51 m para el primer trimestre.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 23

Balanza de pagos de Colombia (resumen)

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB			Diferencia 2006-2005
	I trim. 05 (pr)	I trim. 06 (pr)	2006 (e)	I trim. 05 (pr)	I trim. 06 (pr)	2006 (e)	Millones de dólares
I. Cuenta corriente	**(539)**	**(568)**	**(1.589)**	**(1,9)**	**(1,7)**	**(1,2)**	**(28,7)**
Ingresos	6.472	7.710	33.677	22,5	23,4	26,2	1.238,8
Egresos	7.011	8.279	35.266	24,4	25,1	27,4	1.267,6
A. Bienes y servicios no factoriales	**(34)**	**(231)**	**(768)**	**(0,1)**	**(0,7)**	**(0,6)**	**(196,9)**
1. Bienes	433	219	1.050	1,5	0,7	0,8	(214,2)
Exportaciones	4.760	5.598	24.472	16,6	17,0	19,0	837,8
Importaciones	4.327	5.379	23.422	15,1	16,3	18,2	1.052,0
2. Servicios no factoriales	(467)	(450)	(1.818)	(1,6)	(1,4)	(1,4)	17,3
Exportaciones	556	718	2.952	1,9	2,2	2,3	162,0
Importaciones	1.023	1.168	4.770	3,6	3,5	3,7	144,7
B. Renta de los factores	**(1.399)**	**(1.372)**	**(5.181)**	**(4,9)**	**(4,2)**	**(4,0)**	**26,8**
Ingresos	212	297	1.630	0,7	0,9	1,3	84,9
Egresos	1.610	1.669	6.810	5,6	5,1	5,3	58,1
C. Transferencias	**893**	**1.035**	**4.360**	**3,1**	**3,1**	**3,4**	**141,4**
Ingresos	943	1.098	4.624	3,3	3,3	3,6	154,2
Egresos	50	63	263	0,2	0,2	0,2	12,8
II. Cuenta de capital y financiera	(236)	609	1.262	(0,8)	1,8	1,0	845,2
A. Cuenta financiera	(236)	609	1.262	(0,8)	1,8	1,0	845,2
1. Flujos financieros de largo plazo	793	(253)	3.744	2,8	(0,8)	2,9	(1.046,2)
a. Activos	38	140	965	0,1	0,4	0,7	101,4
i. Inversión directa colombiana en el exterior	40	140	965	0,1	0,4	0,7	100,1
ii Préstamos **1/**	(1)	0	0	(0,0)	0,0	0,0	1,3
iii Arrendamiento financiero	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
iv. Otros activos	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
b. Pasivos	832	(113)	4.757	2,9	(0,3)	3,7	(945,2)
i. Inversión extranjera directa en Colombia	915	978	4.917	3,2	3,0	3,8	62,9
ii. Préstamos **1/**	(121)	(1.063)	(29)	(0,4)	(3,2)	(0,0)	(942,7)
Sector público	102	(841)	875	0,4	(2,6)	0,7	(943,3)
Sector privado	(222)	(222)	(904)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	0,7
iii. Arrendamiento financiero	37	(28)	(131)	0,1	(0,1)	(0,1)	(65,4)
Sector público	(3)	(3)	(10)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,2
Sector privado	40	(25)	(122)	0,1	(0,1)	(0,1)	(65,6)
iv. Otros pasivos	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	(0)	0	(48)	(0,0)	0,0	(0,0)	0,3
2. Flujos financieros de corto plazo	(1.030)	862	(2.482)	(3,6)	2,6	(1,9)	1.891,4
a. Activos	928	(515)	2.841	3,2	(1,6)	2,2	(1.443,3)
i. Inversión de cartera	1.078	(140)	2.908	3,8	(0,4)	2,3	(1.217,4)
ii. Préstamos **2/**	(149)	(375)	(66)	(0,5)	(1,1)	(0,1)	(225,9)
b. Pasivos	(102)	347	359	(0,4)	1,1	0,3	448,1
i. Inversión de cartera	(7)	0	0	(0,0)	0,0	0,0	6,7
ii. Préstamos **2/**	(95)	347	359	(0,3)	1,1	0,3	441,4
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Errores y omisiones netos	183	109	109	0,6	0,3	0,1	(74,1)
IV. Variación de reservas internacionales brutas 3/	(593)	149	(218)	(2,1)	0,5	(0,2)	742,3
V. Saldo de reservas internacionales brutas	12.784	15.157	14.806			11,5	2.372,6
Meses de importación de bienes	9	8	8				
Meses de importación de bienes y servicios	7	7	6				
PIB nominal en millones de dólares	28.735	32.972	128.723				

(pr) Preliminar.

(e) Estimado.

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

2/ Incluye préstamos directos y crédito comercial.

3/ Según metodología de la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

principalmente, en egresos importantes en el rubro de renta de los factores (US$1.372 m) y en una balanza de servicios no factoriales negativa (US$450 m); déficit que fueron parcialmente compensados por los ingresos netos de transferencias corrientes (US$1.035 m) y por el superávit comercial de bienes (US$219 m).

El déficit registrado en el rubro de renta de los factores, similar al obtenido un año atrás, se originó esencialmente en los giros de utilidades y dividendos efectuados por las empresas de capital extranjero a su casa matriz (US$867 m) y en el pago de intereses por concepto de deuda externa (US$798 m), no obstante los ingresos recibidos por el rendimiento de las inversiones colombianas en el exterior, calculados en (US$297 m).

Por su parte, el déficit registrado en el comercio exterior de servicios (1,4% del PIB trimestral) fue similar al resultado del primer trimestre de 2005. Los ingresos de US$1.035 m por transferencias netas compensaron parcialmente los déficit obtenidos en la balanza de servicios no factoriales y de renta de los factores, los cuales se originaron, principalmente, en las remesas de trabajadores que sumaron US$856 m, con un crecimiento anual de 17% (US$125 m), y en los ingresos recibidos por donaciones a organismos no gubernamentales e instituciones sin ánimo de lucro (US$149 m).

Durante el primer trimestre de 2006 la balanza comercial de bienes (que incluye las operaciones especiales de comercio) fue superavitaria en US$219 m, como resultado de ingresos por exportaciones por valor de US$5.598 m y pagos de importaciones por US$5.379 m. Este superávit comercial fue inferior en US$214 m al obtenido un año atrás, debido al menor ritmo de crecimiento de las ventas al exterior (US$838 m, 17,6%) frente a lo registrado en las compras externas (US$1.052 m, 24,3%). En cuanto al crecimiento de las exportaciones se destacaron las ventas de petróleo y sus derivados, carbón y productos industriales. Por su parte, el aumento del valor importado se originó, principalmente, en las mayores compras de bienes de capital y productos intermedios.

El Cuadro 24 resume el comportamiento de las exportaciones por producto durante el primer trimestre de 2006 (no considera las operaciones especiales de comercio). Como se aprecia, las exportaciones tradicionales totalizaron US$2.690 m, con un crecimiento de 16,1% (US$374 m) frente a igual período en 2005. Dicho aumento fue resultado de las mayores ventas externas de petróleo y sus derivados, seguidas por las de carbón, las cuales crecieron 31,5% (US$347 m) y 21,5% (US$124 m), respectivamente. El comportamiento de las ventas de petróleo obedeció al aumento en la cotización internacional, y en el caso del carbón al efecto combinado del aumento en las cantidades vendidas y en su precio de venta. Por el contrario, las exportaciones de café y ferroníquel presentaron una disminución de

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 24

Exportaciones (FOB) según principales productos y sectores económicos 1/

	Millones de dólares		Variación		Contribución al crecimiento	
	I trim. 2005	I trim. 2006 (pr)	Absoluta 2/	Porcentaje	Puntos porcentuales	Porcentaje
Exportaciones tradicionales	**2.316**	**2.690**	**374**	**16,1**	**8,2**	**47,3**
Café	437	369	(68)	(15,5)	(1,5)	(8,6)
Petróleo y sus derivados	1.101	1.447	347	31,5	7,6	43,9
Carbón	576	700	124	21,5	2,7	15,7
Ferroníquel	202	173	(29)	(14,4)	**(0,6)**	(3,7)
Exportaciones no tradicionales 3/	**2.236**	**2.653**	**417**	**18,6**	9,2	**52,7**
Oro no monetario	**124**	**89**	**(36)**	**(28,6)**	(0,8)	**(4,5)**
Esmeraldas	**20**	**21**	**2**	**9,0**	0,0	**0,2**
Resto	**2.092**	**2.543**	**450**	**21,5**	9,9	**57,0**
Sector agropecuario	462	491	29	6,2	**0,6**	3,6
Sector industrial	1.567	1.891	324	20,7	7,1	41,0
Sector minero	63	161	98	154,9	2,1	12,4
Total exportaciones	**4.553**	**5.343**	**791**	**17,4**	17,4	**100,0**

(pr) Preliminar.

1/ No incluye exportaciones por operaciones especiales de comercio.

2/ En millones de dólares.

3/ No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras; incluye ajustes de balanza de pagos.

Fuente: DANE y Banco de la República.

15,5% (US$68 m) y 14,4% (US$29 m), en su orden, debido a los menores despachos al exterior. De otra parte, durante el primer trimestre de 2006 el crecimiento anual de las exportaciones no tradicionales fue de 18,6%, impulsadas esencialmente por las ventas de productos industriales.

Por destino de las exportaciones, en el Cuadro 25 se destaca que, durante este período, Venezuela y los Estados Unidos continúan siendo los principales socios comerciales del país.

Por otra parte, el 41% del crecimiento de las importaciones se explica por las compras de bienes intermedios, los cuales aumentaron 21,8% con respecto al primer trimestre de 2005, en particular, por las mayores adquisiciones de productos químicos y farmacéuticos. Así mismo, el 38% del crecimiento de las importaciones se originó en las compras de bienes de capital, las cuales aumentaron 26%, en las que sobresalen equipo de transporte y maquinaria industrial (Cuadro 26).

2. Cuenta de capital y financiera

Durante el primer trimestre de 2006 la cuenta de capital y financiera presentó ingresos netos de recursos a la economía por US$609 m, superiores en

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 25

Exportaciones de bienes no tradicionales de Colombia, por país de destino (pr)
(enero-marzo de 2006)

	Estados Unidos	Vene-zuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	China	Resto	Total
Crecimiento porcentual anual del valor en dólares									
Total	**27,0**	**31,5**	**4,4**	**0,8**	**(27,0)**	**9,3**	**(25,8)**	**12,7**	**17,8**
Tradicionales	**33,8**	**6,2**	**(88,3)**	**(9,5)**	**(35,3)**	**6,0**	**49,3**	**8,8**	**16,2**
No tradicionales	**16,5**	**31,7**	**9,1**	**63,1**	**(4,5)**	**10,4**	**177,7**	**17,3**	**19,3**
Sector agropecuario	12,5	(15,0)	(42,2)	9,1	6,0	(37,0)	(59,1)	7,2	6,2
Sector industrial	11,2	42,6	9,2	30,5	(20,1)	11,3	180,9	19,9	21,6
Alimentos, bebidas y tabaco	30,2	45,1	9,2	16,4	(33,3)	118,8	(100,0)	7,4	19,2
Hilados y tejidos	(18,8)	61,0	(2,8)	n.a	(33,3)	12,2	n.a	16,6	20,6
Confecciones	(24,2)	76,5	11,7	n.a	(10,7)	15,9	n.a	17,2	(3,0)
Productos plásticos y de caucho	5,4	31,8	19,2	13,7	38,1	4,6	n.a	24,1	20,0
Cuero y sus manufacturas	5,9	16,9	13,3	n.a	(20,7)	21,1	(53,9)	45,1	24,1
Madera y sus manufacturas	7,8	85,0	(1,9)	n.a	(87,5)	34,6	166,7	5,5	22,4
Artes gráficas y editoriales	3,8	74,4	11,2	60,9	n.a	(25,1)	(100,0)	41,4	28,3
Industria química	28,9	35,4	9,0	0,0	(62,1)	8,4	(58,6)	13,5	16,8
Minerales no metálicos	12,8	100,7	3,3	n.a	123,7	48,1	n.a	23,1	26,4
Industria de metales comunes	64,8	19,3	(4,2)	0,0	200,0	8,0	294,2	27,5	51,2
Maquinaria y equipo	3,8	91,6	27,9	n.a	36,4	(50,6)	33,3	51,9	38,7
Material de transporte	92,6	20,3	8,7	n.a	n.a	250,0	n.a	25,8	21,1
Aparatos de óptica, cine y otros	112,4	31,7	12,1	n.a	(85,7)	91,5	n.a	30,3	43,5
Otras industrias	31,0	14,8	38,4	n.a	158,3	8,9	n.a	11,9	21,5
Sector minero (*)	44,7	2,3	10,3	n.a	(64,3)	(92,9)	n.a	13,2	30,8
Valor de las exportaciones en marzo de 2006 (millones de dólares)									
Total	**2.355,3**	**516,4**	**285,3**	**89,2**	**77,9**	**142,1**	**50,0**	**1.937,9**	**5.454,0**
Tradicionales	**1.514,3**	**3,1**	**1,5**	**68,7**	**50,5**	**34,3**	**5,0**	**1.013,1**	**2.690,5**
No tradicionales	**841,0**	**513,3**	**283,7**	**20,5**	**27,4**	**107,8**	**45,0**	**924,8**	**2.763,5**
Sector agropecuario	267,4	61,5	0,7	5,5	18,9	0,3	0,1	136,3	490,8
Sector industrial	421,9	450,0	246,9	6,7	8,4	107,4	44,9	715,5	2.001,6
Sector minero (*)	151,7	1,8	36,1	8,3	0,2	0,0	0,0	73,1	271,1
Contribución en puntos porcentuales al crecimiento									
Total	**10,8**	**2,7**	**0,3**	**0,0**	**(0,6)**	**0,3**	**(0,4)**	**4,7**	**17,8**
Tradicionales	**8,3**	**0,0**	**(0,3)**	**(0,2)**	**(0,6)**	**0,0**	**(1,0)**	**1,8**	**8,1**
No tradicionales	**2,6**	**2,7**	**0,5**	**0,2**	**(0,0)**	**0,2**	**0,6**	**2,9**	**9,7**
Sector agropecuario	0,6	(0,2)	(0,0)	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)	0,2	0,6
Sector industrial	0,9	2,9	0,5	0,0	(0,0)	0,2	0,6	2,6	7,7
Sector minero (*)	1,0	0,0	0,1	0,1	(0,0)	(0,0)	0,0	0,2	1,4

(n.a.) No aplica.
(pr) Preliminar.
(*) Incluye oro y esmeraldas.
Fuente: DANE y Banco de la República.

US$845 m a los obtenidos en igual período del año anterior. En particular, estas entradas netas corresponden a US$253 m de salidas netas de capitales de largo plazo y US$862 m de entradas de capitales de corto plazo (Cuadro 23).

Con respecto a los flujos de largo plazo, el componente de inversión extranjera directa neta ascendió a US$839 m, monto similar al valor registrado en igual período en 2005. Por sectores, la inversión extranjera directa en Colombia (US$978 m) se destinó en gran parte al sector minero (US$451 m)

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 26

Importaciones (FOB) según clasificación Cuode (pr) 1/

	Enero-marzo		Variación		Contribución al crecimiento	
	2005 2/	2006 2/	Absoluta 3/	Porcentual	Puntos porcentuales	Porcentaje
Bienes de consumo	**764**	**979**	**215**	**28,2**	**5,1**	**20,7**
Duraderos	368	454	86	23,5	2,0	8,3
No duraderos	396	525	129	32,6	3,0	12,4
Bienes intermedios	**1.969**	**2.399**	**430**	**21,8**	**10,1**	**41,3**
Combustibles y lubricantes 3/	63	197	134	211,3	3,1	12,9
Para la agricultura	149	184	35	23,4	0,8	3,4
Para la industria	1.756	2.018	261	14,9	6,1	25,1
Bienes de capital	**1.516**	**1.911**	**395**	**26,1**	**9,3**	**38,0**
Materiales de construcción	83	107	23	27,9	0,5	2,2
Para la agricultura	12	13	1	11,0	0,0	0,1
Para la industria	961	1.177	215	22,4	5,1	20,7
Equipo de transporte	460	615	155	33,8	3,7	15,0
Bienes no clasificados	**2**	**1**	**(0)**	**(22,5)**	**(0,0)**	**(0,0)**
Importaciones totales	**4.251**	**5.290**	**1.040**	**24,5**	**24,5**	**100,0**

(pr) Preliminar.

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

2/ En millones de dólares.

3/ Incluye derivados del petróleo y del carbón.

Fuente: DANE y DIAN.

(actividad carbonífera), a la actividad petrolera (US$331 m) y a la industria manufacturera con US219 m. Por su parte, las inversiones colombianas en el exterior totalizaron US$140 m, superiores en US$100 m a las efectuadas un año atrás (Cuadro 27).

Los ingresos de la inversión directa neta fueron compensados parcialmente con los pagos netos de deuda externa y la acumulación de activos externos netos del sector público consolidado, por US$1.038 m, cifra que incluye la reducción de pasivos externos del Gobierno central, el cual efectuó un prepago de bonos de deuda externa por US$670 m.

Por su parte, se calcula que el sector privado registró entradas netas de capitales por concepto de endeudamiento externo y portafolio por US$809 m, frente a US$131 m en 2005. Como se muestra en el cuadro, hasta marzo de 2006 el sector privado mantuvo la tendencia de reducir su endeudamiento externo de largo plazo (US$247 m), y al mismo tiempo aumentar su financiamiento neto de corto plazo, tanto de deuda externa como de flujos de capital de portafolio (US$1.056 m). Se destaca que el financiamiento de corto plazo está en gran parte asociado con el crecimiento de la actividad

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 27

Flujos de capital público y privado, 2004-2006

(Millones de dólares)

	I trim.			2006
	2004	2005	2006 (pr)	(proy)
Cuenta de capital y financiera (a + b + c + d)	**871**	**(236)**	**609**	**1.262**
A. Inversión extranjera neta (IED) en Colombia	**675**	**876**	**839**	**3.952**
Extranjera en Colombia	**724**	**915**	**978**	**4.917**
Colombiana en el exterior	**(49)**	**(40)**	**(140)**	**(965)**
B. Total sector público	**27**	**(1.243)**	**(1.038)**	**(790)**
No financiero	150	(1.002)	(709)	270
Financiero	(123)	(241)	(329)	(1.059)
C. Total sector privado no financiero sin IED	**169**	**131**	**809**	**(1.852)**
No financiero	99	252	(358)	(1.901)
Financiero	70	(121)	1.167	48
1. Sector privado no financiero	**99**	**252**	**(358)**	**(1.901)**
Leasing	(50)	40	(25)	(122)
Largo plazo	(211)	(295)	(209)	(815)
Corto plazo	361	507	(124)	(964)
2. Sector privado financiero	**70**	**(121)**	**1.167**	**48**
Largo plazo	36	72	(13)	(88)
Corto plazo	34	(194)	1.180	137
D. Otros flujos de capitales	**0**	**0**	**0**	**(48)**

(pr) Preliminar.

(proy) Proyectado.

Fuente: Banco de la República.

comercial, en particular con el aumento de las importaciones. Como se verá a continuación, esta tendencia de los capitales privados se revirtió por completo en el segundo trimestre del año, cuando se registraron salidas de capital privado estimuladas por la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, debido al aumento de tasas de interés externas.

Se estima que el saldo de la deuda externa total del país a diciembre de 2006 ascenderá a US$38.550 m (39,5% del PIB), del cual US$24.998 m (65%) corresponde a la deuda del sector público y US$13.553 m a la privada (35%) (cuadros 27 y 28); además, el saldo de la deuda externa de corto plazo se proyecta en US$6.346 m (37,5% del PIB), del cual el 94% pertenece al sector privado (Cuadro 28).

3. Variación de las reservas internacionales

Como resultado de los movimientos de bienes y servicios y de capital, entre enero y marzo de 2006 se registró una acumulación de reservas internacionales brutas, sin incluir valorizaciones, de US$149 m, cuyo saldo ascendió a US$15.157 m, equivalente a 8,5 meses de importación de bienes y 6,9 meses de importaciones de bienes y servicios.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 28

Saldo de la deuda externa de Colombia

	Millones de dólares						Porcentaje del PIB (*)					
	2001	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (proy)	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Saldo total	**39.101**	**37.329**	**38.012**	**39.445**	**38.350**	**38.550**	**47,7**	**46,0**	**47,8**	**40,4**	**39,3**	**39,5**
Sector público	23.468	22.781	24.527	25.779	24.133	24.998	28,6	28,1	30,9	26,4	24,7	25,6
Sector privado	15.633	14.547	13.485	13.667	14.218	13.552	19,1	17,9	17,0	14,0	14,6	13,9
1. Mediano y largo plazos	**35.979**	**33.837**	**34.693**	**34.534**	**32.364**	**32.204**	**43,9**	**41,7**	**43,7**	**35,4**	**33,2**	**33,0**
a. Sector público según prestatario	23.053	22.262	24.228	25.321	23.677	24.552	28,1	27,4	30,5	26,0	24,3	25,2
Sector público no financiero	22.020	21.428	23.634	24.856	23.253	24.332	26,9	26,4	29,7	25,5	23,8	24,9
Gobierno	18.188	18.013	20.663	22.320	20.852	21.502	22,2	22,2	26,0	22,9	21,4	22,0
Entidades descentralizadas	3.832	3.415	2.970	2.536	2.401	2.830	4,7	4,2	3,7	2,6	2,5	2,9
Sector público financiero	1.033	834	594	465	424	220	1,3	1,0	0,7	0,5	0,4	0,2
b. Sector privado	10.324	9.137	8.361	7.184	6.585	5.682	12,6	11,3	10,5	7,4	6,8	5,8
Financiero	434	216	166	151	253	164	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2
No financiero	9.890	8.921	8.195	7.034	6.333	5.518	12,1	11,0	10,3	7,2	6,5	5,7
c. Arrendamiento financiero	2.601	2.438	2.104	2.029	2.101	1.970	3,2	3,0	2,6	2,1	2,2	2,0
Público	95	91	76	67	56	46	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Privado	2.507	2.347	2.028	1.962	2.045	1.924	3,1	2,9	2,6	2,0	2,1	2,0
2. Corto plazo	**3.122**	**3.492**	**3.319**	**4.911**	**5.986**	**6.346**	**3,8**	**4,3**	**4,2**	**5,0**	**6,1**	**6,5**
a. Sector público	320	429	224	391	399	399	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4
b. Sector privado	2.802	3.063	3.095	4.521	5.587	5.946	3,4	3,8	3,9	4,6	5,7	6,1
Memo ítem:												
Saldo total sin arrendamiento financiero	36.500	34.891	35.908	37.417	36.249	36.580	44,5	43,0	45,2	38,4	37,2	37,5
Público	23.373	22.691	24.452	25.712	24.077	24.952	28,5	28,0	30,8	26,4	24,7	25,6
Privado	13.126	12.200	11.456	11.705	12.172	11.628	16,0	15,0	14,4	12,0	12,5	11,9

(pr) Preliminar.

(proy) Proyectado.

(*) Calculado con base en el tipo de cambio al fin de período.

Fuente: Banco de la República.

B. Perspectivas de la balanza de pagos para 2006 y para el mediano plazo

Para 2006 se proyecta un déficit en cuenta corriente de US$1.589 m (1,2% del PIB), resultado que estaría explicado, principalmente, por la reducción en el superávit de la balanza comercial de bienes, la cual pasaría de US$1.595 m (1,3% del PIB) en 2005, a US$1.050 m (0,8% del PIB), en 2006 (Cuadro 29).

De otro lado, en 2006 se proyecta un déficit en el rubro de renta de factores inferior en US$381 m al observado en 2005, como resultado del efecto

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 29

Proyección de la balanza de pagos de Colombia

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB		
	2004	2005 (pr)	2006 (proy)	2004	2005 (pr)	2006 (proy)
I. Cuenta corriente	(938)	(1.978)	(1.589)	(1,0)	(1,6)	(1,2)
A. Bienes y servicios no factoriales	(333)	(505)	(768)	(0,3)	(0,4)	(0,6)
1. Bienes	1.346	1.595	1.050	1,4	1,3	0,8
2. Servicios no factoriales	(1.679)	(2.100)	(1.818)	(1,7)	(1,7)	(1,4)
B. Renta de los factores	(4.332)	(5.562)	(5.181)	(4,4)	(4,5)	(4,0)
C. Transferencias	3.727	4.089	4.360	3,8	3,3	3,4
II. Cuenta de capital y financiera, y variación de las reservas internacionales brutas	6.021	5.435	1.153	6,2	4,4	0,9
A. Inversión directa neta	2.975	5.754	3.952	3,0	4,7	3,1
B. Otros movimientos de capital 1/	3.046	(319)	(2.799)	3,1	(0,3)	(2,2)

(pr) Preliminar.

(proy) Proyectado.

1/ Incluye operaciones del sector público, privado, errores y omisiones, y la variación de reservas internacionales brutas.

Fuente: Banco de la República

combinado tanto de los mayores ingresos por intereses de reservas internacionales, así como de los menores pagos por intereses de la deuda externa pública y privada.

Se estima que el déficit que se genere en la cuenta corriente será más que financiado por recursos provenientes de inversión extranjera directa neta[23], la cual todavía sería dinámica en los sectores petróleo, carbón y manufacturas. Los flujos de capital de inversión directa compensarían parcialmente las salidas de capital del sector privado. Como se muestra en el Cuadro 27, las expectativas de los agentes respecto de una ampliación del diferencial de rentabilidad externa-interna, como se ha venido observando a partir de abril del presente año, han incentivado la recomposición de los portafolios de inversionès en pesos por inversiones en dólares, con el consiguiente efecto sobre las salidas de capital privado y presiones sobre la tasa de cambio. Se destaca que las proyecciones aquí presentadas suponen una calma en los mercados financieros internacionales en el segundo semestre del año.

Por último, proyecciones de mediano plazo del Banco de la República permiten esperar que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos del país se mantendrá, en promedio, en niveles del 2,5% del PIB hasta 2011. Dicho pronóstico se sustenta en la ausencia de choques negativos significativos sobre

[23] Se considera que US$1.162 millones de recursos provendrán de las privatizaciones de Telecom, ISA, Granbanco, Ecogas, Propal y Monómeros Colombo-Venezolanos, entre otros.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

la cuenta corriente y en la evolución de las fuentes de financiamiento externas. Por un lado, los ingresos por exportaciones de petróleo y derivados y de carbón se mantendrían relativamente estables, alrededor del 4,5% y 2,2% como proporción de PIB, respectivamente, al tiempo que se proyecta un aumento en términos del PIB de los ingresos por exportaciones no tradicionales, pasando del 8,6% en 2006 a cerca del 13% en 2011. De acuerdo con las proyecciones de IED y de financiamiento externo del sector público, aumentarían los flujos de capital de niveles promedio de US$2.400 m entre 2004 y 2006 a US$4.900 m, en promedio, entre 2007 y 2011.

RECUADRO 3
ACTIVIDAD PETROLERA: DESARROLLOS RECIENTES Y PERSPECTIVAS

Desde el hallazgo de Caño Limón a principios de los años ochenta y, luego, con el descubrimiento de los yacimientos de Cusiana y Cupiagua en la década de los noventa, la actividad petrolera ha tenido gran incidencia en el desempeño económico del país, en especial por el desarrollo de grandes proyectos que atraen inversión extranjera y generan desarrollo, empleo y, por supuesto, divisas al país.

Después de Cusiana y Cupiagua en el país no se han producido hallazgos de una magnitud significativa, por lo cual las reservas de crudo han venido declinando paulatinamente; sin embargo, las autoridades del sector han desarrollado diferentes estrategias para amortiguar el impacto que sobre la economía tendría la menor producción de crudo, en un contexto de altos precios internacionales. Para frenar el descenso en las reservas totales de crudo del país, la Agencia Nacional de Hidrocarburos y Ecopetrol, en asocio con empresas extranjeras, han intensificado la actividad exploratoria en el país[1]; así mismo, Ecopetrol ha orientado esfuerzos y presupuesto a grandes inversiones en la recuperación de campos, en la optimización de la producción de campos catalogados como «maduros» y en la extracción de crudos pesados. También ha sido importante el desarrollo en la actividad de refinación y producción de derivados del petróleo, así como la exploración, explotación y producción de gas. De otro lado, la construcción del gasoducto colombo-venezolano y el desarrollo del plan maestro de Cartagena para la ampliación de la refinería se verán reflejados en un aumento en las exportaciones de productos derivados del petróleo hacia comienzos de la próxima década.

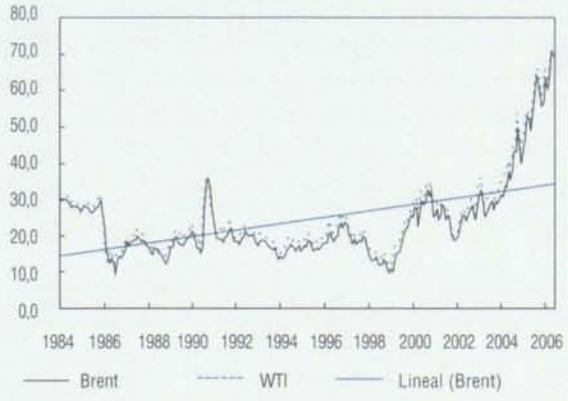
[1] A partir de enero de 2004 la Agencia Nacional de Hidrocarburos asumió las actividades relacionadas con la administración de los recursos petroleros y la generación y dictamen de la política petrolera; Ecopetrol, por su parte, se dedica únicamente a actividades de tipo industrial y comercial.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico R3.1

Precios internacionales del petróleo crudo
Referencias Brent y WTI

(Dólares por barril)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Los desarrollos recientes en el mercado internacional de hidrocarburos, vinculados con la gran demanda energética mundial, impulsada, entre otros factores, por el crecimiento económico global, y en especial por el de China, ha llevado a aumentos en los precios internacionales del crudo, sin precedentes en los veinte años anteriores. Esta coyuntura de precios hace rentables todos los esfuerzos por aumentar las reservas de crudo del país (Gráfico R3.1). Las políticas de las autoridades petroleras, y las perspectivas de altos precios, permiten prever que el sector mantendrá su aporte a la actividad económica del país, por lo menos a mediano plazo. De hecho, como se verá a continuación, las proyecciones a mediano plazo del Banco de la República (elaboradas sobre un escenario conservador de producción de crudo) muestran que, por lo menos hasta 2010, los ingresos por concepto de exportaciones de petróleo crudo y sus derivados se mantengan en niveles superiores al 4,0% del PIB.

1. Impacto macroeconómico del petróleo

El impacto de la actividad petrolera sobre la economía se manifiesta principalmente en las cuentas externas y en las fiscales. A continuación se describe brevemente su impacto sobre la balanza de pagos del país.

a. Reservas de crudo y producción nacional

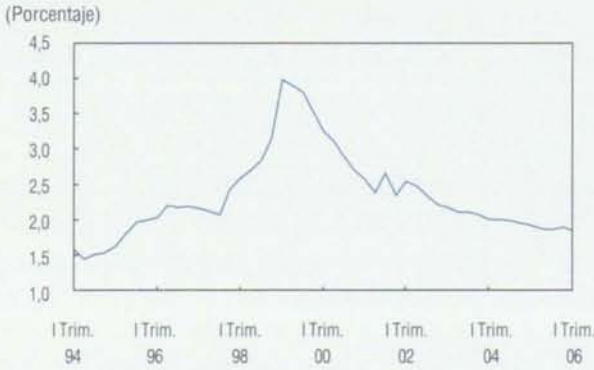
El descubrimiento de los campos de Cusiana y Cupiagua le aportó al país el mayor nivel de reservas de los últimos catorce años, alcanzando un monto de 3.175 millones de barriles promedio en el período 1992-1994 (Gráfico R3.2). A partir de esos años, y hasta 2001, el nivel de las reservas cayó aceleradamente a tasas promedio de 15% anual; sin embargo, a partir de 2002 el descenso ha sido más gradual (a una tasa promedio del 5% anual), gracias, entre otros factores, a la política de Ecopetrol de recuperación de campos inactivos y de extracción de crudos pesados, los cuales han cobrado importancia en los mercados internacionales.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

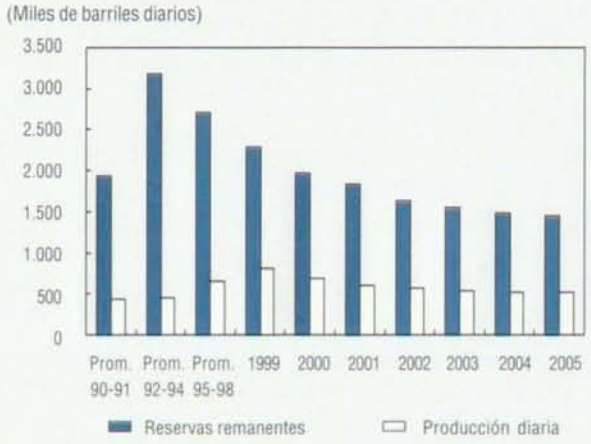
Así, la participación del sector petrolero en la producción nacional aumentó en términos reales de 1,9% en promedio entre 1994-1997 a 3,2% del PIB entre 1998 y 2000, período durante el cual se alcanzó el mayor nivel en la producción de crudo del país. En los últimos cinco años dicha participación se ha mantenido alrededor de 2,2%, en promedio anual.

Gráfico R3.2

Participación de la actividad petrolera en el PIB total



Reservas y producción de petróleo



Fuente: Banco de la República y Ecopetrol.

b. Balanza de pagos del sector petrolero[2]

Desde 1994 las operaciones del sector petrolero, asociadas con la cuenta corriente (operaciones de comercio exterior de bienes y servicios no factoriales y remuneración de factores productivos) y con su financiamiento (inversión extranjera y deuda externa, entre otros), registraron un balance positivo, el cual se expresó en entradas netas de recursos a la economía. En el período 1994-1997 este balance representó, en promedio, el 2,0% del PIB; posteriormente, en el período 1998-2000 se registró un descenso a 1,6% del PIB en el flujo neto de recursos externos y en años recientes se han contabilizado ingresos netos cercanos a 2,5% del PIB (Cuadro R3.1).

[2] La balanza de pagos del sector petrolero, al igual que la consolidada para el país, registra los ingresos y egresos corrientes por concepto de exportaciones e importaciones de bienes y servicios, renta factorial y transferencias del sector. Así mismo contabiliza el flujo de capitales por inversiones directas y de portafolio, endeudamiento externo neto y otros movimientos de capital. En su medición se involucran las cuentas de todas las empresas vinculadas al sector: Ecopetrol, las empresas de exploración y explotación, de prestación de servicios técnicos y las empresas dedicadas al transporte de gas y crudo; para más detalle sobre aspectos conceptuales y metodológicos, consúltese: C. Pulido, E. Montes y G. Beltrán (2004). «Balanza de pagos petrolera, 1990-2002», en Borradores de Economía, núm. 278, Banco de la República, <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra278.pdf>.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Como se observa en el Gráfico R3.3, las operaciones de la cuenta corriente del sector se tradujeron en un balance superavitario durante todos estos años; los ingresos generados en las ventas externas de crudo y de productos derivados de la refinación compensaron ampliamente los pagos por importaciones y transferencias de utilidades asociadas con la inversión extranjera. Vale le pena destacar que los excedentes de divisas originados en esta actividad permitieron aliviar el desajuste en la cuenta corriente de la balanza de pagos del país, la cual alcanzó niveles críticos entre 1994 y 1998 con déficit cercanos al 5,0% del PIB.

La generación de ingresos por exportaciones de crudo y sus derivados en la segunda mitad de los años noventa estuvo asociada con el inicio de las operaciones de explotación de los yacimientos de Cusiana y Cupiagua. Desde 2000, los ingresos por exportaciones se

Cuadro R3.1

Balanza de pagos del sector petrolero

(Millones de dólares)

	Promedios anuales			2004	2005
	1994-1997	1998-2000	2001-2003		
Cuenta corriente	1.093	2.329	2.076	2.550	2.928
Porcentaje del PIB	1,15	2,68	2,57	2,63	2,39
1. Bienes	1.506	2.963	2.878	3.765	4.746
Exportaciones 1/	2.377	3.698	3.397	4.350	5.737
Importaciones 2/	871	735	519	585	991
2. Servicios y transferencias	(139)	(41)	(69)	0	49
3. Renta factorial	(274)	(593)	(734)	(1.215)	(1.866)
Cuenta financiera (a - b)	858	(914)	(59)	(170)	213
A. Pasivos de largo plazo (1 + 2)	886	(578)	99	227	963
1. Inversión directa neta	362	(268)	422	525	1.232
Porcentaje del PIB	0,37	(0,32)	0,52	0,54	1,01
Inversión extranjera en Colombia	362	(268)	422	525	1.232
Inversiones	1.660	1.431	1.908	2.004	2.635
Rembolsos	1.299	1.699	1.486	1.479	1.402
2. Otras operaciones de largo plazo	525	(310)	(323)	(298)	(270)
B. Activos netos de corto plazo	28	350	158	396	750
Balance global	1.951	1.415	2.017	2.380	3.141
Porcentaje del PIB	2,01	1,61	2,49	2,46	2,57

Nota: la balanza de pagos del sector petrolero en Colombia se construye a partir de la información de las entidades que conforman el sector. En la operatividad del sector sobresalen las actividades de exploración y explotación, comercio exterior, refinación, transporte y distribución. El detalle sobre las empresas y actividades que conforman el sector y su cuantificación en la balanza de pagos petrolera se encuentra en: Pulido, Montes, Beltrán, «Balanza de pagos petrolera 1990-2002. Resultados, aspectos conceptuales y metodológicos», Borradores de Economía, núm 278, Banco de la República, febrero de 2004.

1/ Incluye las exportaciones de crudo para transformación en el exterior efectuadas por Ecopetrol durante los años 1994, 1995 y 1996. También incluye las ventas de combustible a naves internacionales y reexportaciones de maquinaria y equipo.

2/ Incluye las importaciones de gasolina y otros derivados de agentes que no pertenecen al sector petrolero.

Fuente: Banco de la República-Subgerencia de Estudios Económicos con base en la información de DIAN-DANE y Departamento de Cambios Internacionales.

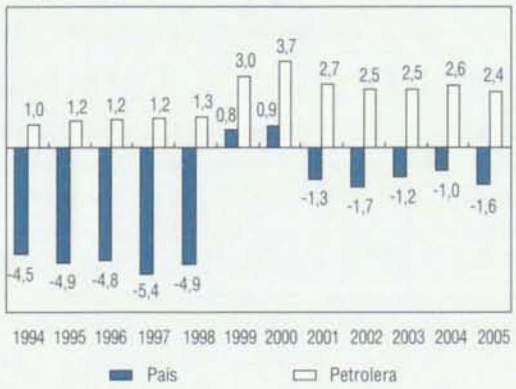
Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

vieron afectados por el descenso en la producción de dichos campos; no obstante, el deterioro en la producción de crudo se compensó, parcialmente, por los aumentos en la producción de refinados y por el aumento en los precios internacionales, los cuales se registraron especialmente a partir de 2004.

Gráfico R3.3

Cuenta corriente petrolera y consolidada del país

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República.

El incremento en los precios internacionales también incidió en el valor de las importaciones y en los giros de utilidades del sector. Cerca del 70% de las importaciones sectoriales correspondió a compras de combustibles (destinados a atender el consumo interno de diesel y de combustibles en las zonas de frontera) y el resto a maquinaria y equipo[3]; de otro lado, los mayores precios se reflejaron en más utilidades para las empresas exportadoras que operan en el país. Vale la pena destacar que las empresas extranjeras son las que influyen considerablemente en el rubro de renta de factores de la balanza de pagos, con incrementos en los giros de utilidades de 60% y 64% en 2004 y 2005, respectivamente[4].

En lo que respecta a los flujos de capital, las operaciones de inversión extranjera directa constituyeron el rubro más importante; así, entre 1994 y 1997 se registraron entradas significativas de capital, las cuales atendieron las necesidades de desarrollo de Cusiana y Cupiagua. Posteriormente, se observó un período de transición en el cual se redujo el ritmo de crecimiento de estos flujos externos debido, en parte, a las expectativas que se generaron en torno de las modificaciones anunciadas por el Gobierno sobre el régimen de inversión en el sector, y de la revisión de los procedimientos administrativos de las empresas extranjeras.

Posteriormente, a partir de 2002 aumentó la afluencia de capitales de inversión directa, gracias a la reactivación de la actividad exploratoria y la recuperación de campos, la cual ha

[3] Colombia importa combustibles para atender las zonas de frontera, en especial Leticia, por razones de costos de transporte desde el interior.

[4] También hacen parte de este concepto los rendimientos netos de Ecopetrol, gracias a sus inversiones financieras en el exterior, los cuales aportan al pago de intereses de la deuda externa.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

llevado a un aumento importante en el número de contratos de exploración y explotación firmados con compañías extranjeras (Cuadro R3.2). En 2005 los flujos de inversión directa (netos de los reembolsos de capital) ascendieron a 1% del PIB, nivel particularmente alto frente al promedio observado en el período 1994-2005 (0,5%).

2. Perspectivas

A pesar del descenso en los niveles de producción de crudo durante los últimos años, a mediano plazo las perspectivas del sector petrolero son favorables. En primer lugar, no se prevé una reducción significativa de los volúmenes producidos, gracias a los esfuerzos recientes de las empresas petroleras en materia de exploración; en segundo lugar, se considera que los precios internacionales del crudo mantendrán niveles relativamente altos, por cuanto no se esperan aumentos importantes en la oferta mundial de petróleo.

Con base en un escenario que considera unas expectativas de precios altos y un nivel de reservas de hidrocarburos conservador[5], se estima que el sector petrolero mantendrá una contribución favorable al desempeño de la cuenta corriente del país en los próximos años (Cuadro R3.3). A continuación se describen los supuestos sobre los cuales descansan las perspectivas del sector:

- Una producción diaria de petróleo crudo que desciende a una tasa promedio de 3% entre 2007 y 2010. Al finalizar el año 2010 la producción nacional alcanzaría 470 miles de barriles diarios (mbd) (Gráfico R3.2), con lo cual, y teniendo en cuenta la demanda interna, no están previstas importaciones de crudo en este período.

- Se estima una producción total de productos derivados de la refinación de crudo, cercana a 300 mbd en promedio, entre 2007 y 2010, año a partir del cual aumentaría, con la entrada en operación de la refinería de Cartagena. Con estos niveles de producción y dadas unas estimaciones de crecimiento de la demanda interna, se estiman importaciones de petroquímicos cercanas a los 25 mbd en promedio en igual período.

- Ecopetrol continuará con el desarrollo del negocio de gas en todas sus etapas; con la construcción del gasoducto que integra a Venezuela, Colombia y Panamá. Se estiman exportaciones cercanas a 120 millones de pies cúbicos (mpc) entre 2007 y 2008, las cuales aumentarían a 190 mpc entre 2009 y 2010.

---

[5] Este escenario se considera conservador en producción de crudo y gas, ya que no incluye nueva actividad exploratoria, ni compra de reservas de hidrocarburos por parte de Ecopetrol y sus socios; además, no incluye los estimativos adicionales de producción de crudo y gas proyectados por la Agencia Nacional de Hidrocarburos; no obstante, Ecopetrol cuenta con un escenario denominado «Portafolio reto» (nivel de confianza entre el 60% y 80%) en el cual la producción de crudo aumentará, para ubicarse en cerca de 600 mbd a partir de 2010.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Teniendo en cuenta los anteriores supuestos, se estima que los ingresos por concepto de exportaciones de petróleo crudo y derivados se mantendrán en niveles superiores al 4,0% del PIB hasta el año 2010.

Cuadro R3.2

Evolución de algunos indicadores de la actividad de exploración

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (30 de abril)
Actividad exploratoria							
Kilómetros de sísmica equivalentes	1.356	2.399	2.067	3.470	6.767	11.896	5.921
ANH (directo y contratistas)	-	-	-	-	4.068	9.559	5.489
Ecopetrol	187	114	512	1.651	1.143	524	0
Asociados Ecopetrol	1.169	2.285	1.555	1.819	1.556	1.813	432
Número de pozos exploratorios	16	13	10	28	21	35	20
ANH contratistas						4	
Ecopetrol	0	1	1	3	1	9	
Asociadas	16	12	9	25	20	23	
Actividad contractual							
Contratos suscritos en el año	32	28	14	21	32	59	20

Fuente: Ecopetrol y Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH).

Cuadro R3.3

Evolución de algunos indicadores del sector petrolero y pronósticos (*)

Promedios anuales	1994-1997	1998-2000	2001-2004	2005-2006	2007-2010
Cifras en volúmenes (millones de barriles diarios)					
Producción diaria de petróleo crudo (mbd)	552	719	561	529	491
Precios de exportación de crudo colombiano (dólares/barril)	18	20	29	54	61
Cifras en dólares					
Exportaciones totales de hidrocarburos	2.275	3.552	3.543	6.004	6.931
Exportaciones totales de petróleo crudo	1.922	3.148	2.660	4.314	4.232
Exportaciones totales de derivados	352	404	883	1.690	2.700
Cifras en porcentaje					
Exportaciones totales de hidrocarburos/PIB	2,37	4,06	4,17	4,74	4,32
Exportaciones totales de hidrocarburos/ exportaciones totales	20,99	28,25	25,30	26,12	22,59

(*) Las cifras del período 2006-2015 corresponden a cálculos del Banco de la República, utilizando un escenario conservador de producción de crudo que no necesariamente coincide con el escenario oficial de Ecopetrol.

Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

VII. Política fiscal

A. Resultados del primer trimestre de 2006

Al finalizar el mes de marzo el sector público registra un déficit fiscal por $1.760 mm, que equivale a 0,6% del PIB, prácticamente el mismo nivel observado en igual período del año anterior. Sectorialmente, este resultado tuvo origen en un déficit de 2% del PIB en las finanzas del Gobierno nacional central (GNC), el cual se compensó, parcialmente, con un superávit de 1,4% del PIB en el sector descentralizado. La mayor parte de este superávit provino de Ecopetrol y el sector de la seguridad social, cuyos balances fiscales fueron de 0,7% y 0,4% del PIB, respectivamente (Cuadro 30).

Las finanzas del GNC contabilizaron un crecimiento de 20,7% en los ingresos y de 11,8% en los gastos. Los ingresos tributarios aumentaron 20,1%, siendo los impuestos a la renta, el impuesto al valor agregado (IVA) externo e interno y el de aduanas los recaudos más dinámicos, con crecimientos de 20,1%, 30,4%, 20,1%, y 18,5%, respectivamente. El crecimiento del recaudo del impuesto de renta está asociado con la mayor actividad económica del año anterior, y el del IVA interno con el aumento de la tarifa de 7% a 10% para un grupo de bienes y servicios, autorizada mediante la reforma tributaria de 2003. El recaudo del IVA externo refleja, principalmente, la finalización de los beneficios tributarios concedidos a través del Plan Vallejo, que cubrían la importación de insumos encaminados a fomentar las exportaciones (Cuadro 31).

Con relación al gasto del GNC se advierte una caída de 6% en funcionamiento, un incremento de 14,0% en intereses de la deuda y de 226,9% en inversión. Dentro de las erogaciones por funcionamiento, los servicios personales aumentaron 24,6% y los gastos generales 59,6%. Estos rubros contabilizaron una expansión significativa debido a la ejecución de compromisos de gasto con las fuerzas militares y de policía. Las transferencias registraron una caída de 13,6% debido a un ajuste en la forma en que el Gobierno gira los recursos para el pago de pensiones a cargo del Instituto de Seguros Sociales (ISS) y a la reducción de los traslados al Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (Fonpet) y de los pagos para atender las prestaciones sociales del magisterio. La dinámica de la inversión refleja fundamentalmente la ejecución de vigencias futuras con cargo al presupuesto de 2006, las cuales alcanzan a explicar cerca del 60% de este tipo de pagos. Tal hecho, sin embargo, no comprometerá el cumplimiento de la meta anual de inversión, que para la vigencia se fijó en $5.413 mm (1,7% del PIB).

Las necesidades de financiamiento del déficit del GNC se atendieron, en su mayor parte, con recursos del crédito interno. El flujo de financiamiento ex-

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 30

Sector público consolidado

Balance fiscal, primer trimestre de 2006

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2005	2006 (pr)	2005	2006 (pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	**(734)**	**(1.799)**	**(0,3)**	**(0,6)**
1. Gobierno nacional	**(6.231)**	**(6.073)**	**(2,2)**	**(2,0)**
2. Subtotal sector descentralizado	**5.497**	**4.274**	**1,9**	**1,4**
Eléctrico	81	177	0,0	0,1
Emcali	96	32	0,0	0,0
EPM	112	9	0,0	0,0
FAEP	132	95	0,0	0,0
Ecopetrol	1.332	2.085	0,5	0,7
Resto de entidades	370	292	0,1	0,1
Seguridad social	2.170	1.318	0,8	0,4
Regional y local	1.204	266	0,4	0,1
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	(133)	141	0,0	0,0
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	80	202	0,0	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(503)	(427)	(0,2)	(0,1)
E. Ajustes	(248)	123	(0,1)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	**(1.538)**	**(1.760)**	**(0,5)**	**(0,6)**

Nota: déficit (-) o superávit (+).

(pr) Prelimnar.

Fuente: Consejo Superior de la Política Fiscal (Confis).

terno fue negativo en $1.757 mm, producto de desembolsos de $382 mm y amortizaciones de $2.139 mm. El endeudamiento interno neto, por el contrario, aumentó $7.146 mm, con desembolsos de $7.630 mm frente a amortizaciones de $484 mm. Las colocaciones de TES de largo plazo alcanzaron $7.215 mm durante el trimestre.

Con las anteriores operaciones de financiamiento, el saldo de la deuda del GNC disminuyó de 50,3% del PIB en diciembre del año anterior a 49,3% del PIB en marzo, reducción que está asociada con el componente externo, el cual descendió de 16,9% del PIB en diciembre de 2005 a 15,9% del PIB al finalizar marzo, como resultado de un flujo de endeudamiento negativo durante el trimestre.

Con relación al sector público descentralizado vale la pena destacar el buen desempeño fiscal de Ecopetrol, cuyo superávit aumentó 0,2% del PIB con respecto al primer trimestre de 2005, y el deterioro de las finanzas de la seguridad social y del sector público regional y local. En el primer caso, los ingresos de la empresa registraron un comportamiento favorable gracias a

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 31

Gobierno nacional central

Balance fiscal, primer trimestre de 2006

(Miles de millones de pesos)

		2005	2006 (pr)	Crecimiento anual 2005-2006
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)		**10.022**	**12.100**	**20,7**
A. Tributarios		9.620	11.553	20,1
Renta		3.400	4.085	20,1
IVA interno		3.241	3.892	20,1
IVA externo		1.360	1.774	30,4
Gravamen		600	711	18,5
Gasolina		274	278	1,5
Transacciones financieras		570	606	6,3
Otros		175	207	18,3
B. No tributarios		38	43	13,2
C. Fondos especiales		70	114	62,9
D. Recursos de capital		274	374	36,5
E. Ingresos causados		20	16	(20,0)
II. Gastos totales (A + B + C + D + E)		**16.253**	**18.173**	**11,8**
A. Intereses		3.023	3.447	14,0
Externos		1.364	1.212	(11,1)
Internos		1.659	2.235	34,7
B. Funcionamiento	1/	11.946	11.233	(6,0)
Servicios personales		1.384	1.724	24,6
Gastos generales		525	838	59,6
Transferencias		10.037	8.671	(13,6)
C. Inversión	1/	997	3.259	226,9
D. Préstamo neto		69	92	33,3
E. Pagos causados		218	142	(34,9)
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II)	2/	**(6.231)**	**(6.073)**	**(2,5)**
Costo de restructuración financiera		**503**	**427**	**(15,1)**
IV. Financiamiento (A + B + C + D)		**(6.734)**	**(6.500)**	**(3,5)**
A. Crédito externo neto		596	(1.757)	(394,8)
Desembolsos		1.206	382	(68,3)
Amortizaciones		610	2.139	250,7
B. Crédito interno neto		6.524	7.146	9,5
Desembolsos		9.232	7.630	(17,4)
Amortizaciones		2.708	484	(82,1)
C. Utilidades del Banco de la República		454	793	74,7
D. Otros		(840)	318	(137,9)
V. Déficit como porcentaje del PIB		**(2,2)**	**(2,0)**	

(pr) prelimnar.

1/ Incluye pagos y deuda flotante.

2/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Confis.

la política de desmonte al subsidio de los combustibles, al crecimiento del precio internacional del petróleo y al aumento de los volúmenes de exportación de crudos pesados; en el caso de la seguridad social se observa una reducción del superávit sectorial gracias a la caída en los ingresos de la cuenta de compensación del Fondo de Solidaridad y Garantía (Fosyga) y a la reducción de los giros que el Gobierno realiza al ISS para atender los pagos

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

de pensiones. Finalmente, las finanzas territoriales se vieron afectadas por la dinámica de los pagos de inversión y la ejecución acelerada de los gastos de funcionamiento en el primer mes del año debido al efecto de la Ley de Garantías Electorales.

B. Perspectivas fiscales para el año 2006

En el Informe de la JDBR presentado en el mes de marzo se señaló que el Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) había aprobado para 2006 una meta de déficit fiscal consolidado equivalente a 2,0% del PIB. No obstante, gracias al buen desempeño fiscal en los primeros meses del año, especialmente por el mayor recaudo de impuestos del Gobierno nacional, las autoridades revisaron el plan financiero anual a mediados de junio y redujeron la meta de déficit fiscal consolidado a 1,5% del PIB. Desde el punto de vista sectorial, se prevé un menor desbalance entre los ingresos y los gastos del GNC y un aumento del superávit del sector descentralizado gracias a las mejores perspectivas de Ecopetrol (Cuadro 32).

Cuadro 32

Sector público consolidado
Balance fiscal, 2005-2006

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2005	2006 (proy)	2005	2006 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	**(988)**	**(5.046)**	**(0,3)**	**(1,6)**
1. Gobierno nacional	**(13.730)**	**(15.389)**	**(4,8)**	**(5,0)**
2. Subtotal sector descentralizado	**12.742**	**10.343**	**4,5**	**3,3**
Eléctrico	359	434	0,1	0,1
Emcali	161	432	0,1	0,1
EPM	193	183	0,1	0,1
FAEP	637	1.342	0,2	0,4
Ecopetrol	1.134	686	0,4	0,2
Resto de entidades	2.261	811	0,8	0,3
Seguridad social	5.844	4.775	2,1	1,5
Regional y local	2.153	1.680	0,8	0,5
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	669	960	0,2	0,3
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	610	557	0,2	0,2
D. Costo de la restructuración financiera	(1.233)	(1.187)	(0,4)	(0,4)
E. Ajustes	919	0	0,3	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	**(23)**	**(4.716)**	**0,0**	**(1,5)**

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

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

De acuerdo con el Plan financiero actualizado, el GNC contabilizará un déficit de 5% del PIB al final del año, con un crecimiento de 17% en los ingresos y de 15,9% en los gastos. Los tributos más dinámicos serán los de renta, aduanas e IVA externo e interno con crecimientos de 19,9%, 18,1%, 14,6%, y 10,3%, respectivamente. La expansión de los impuestos a la actividad económica externa estará asociada, principalmente, con las importaciones, para las cuales se prevé un crecimiento de 16% respecto al año 2005. Como se destacó en el Informe del mes de marzo, las rentas de capital registrarán un aumento importante (47,8%) debido a la transferencia de utilidades de Ecopetrol, las cuales ascenderán a $2.000 mm durante el año.

En términos anuales, los gastos del GNC crecerán 33,2% en intereses de la deuda, 10,8% en funcionamiento y 26,6% en inversión; dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales aumentarán 13,5%, los gastos generales 10,7% y las transferencias 10,2%. El crecimiento de los gastos generales y de personal está asociado, especialmente, con el sector defensa, debido al aumento del pie de fuerza y con los gastos del proceso electoral desarrollado durante la primera parte del año. La expansión de las transferencias en buena parte refleja los pagos previstos por pensiones, los cuales aumentarán más de 15% durante el año. Los gastos de inversión, como se señaló en el mes de marzo, tienen un crecimiento importante debido al desarrollo de algunos proyectos de infraestructura vial y a la financiación de los sistemas de transporte masivo en algunas ciudades del país.

El financiamiento del déficit del GNC recaerá en las fuentes internas y en los recursos provenientes de la Tesorería General de la Nación, cuya disponibilidad en moneda extranjera alcanzaba US$2.200 m a comienzos de año. El crédito externo neto contabilizará $375 mm con desembolsos de $5.056 mm y amortizaciones de $4.681 mm; por el contrario, el crédito interno neto ascenderá a $8.689 mm, producto de desembolsos de $23.722 mm frente a amortizaciones de $15.033 mm. Por su parte, las colocaciones de TES de largo plazo previstas para el año son de $23.800 mm, de los cuales $9.500 mm corresponden al mecanismo de subastas.

En relación con el sector descentralizado, el Plan financiero, recientemente actualizado, no considera ajustes importantes frente al Informe presentado en marzo. No obstante, las autoridades prevén un aumento del superávit de Ecopetrol gracias al comportamiento favorable de los precios internacionales del crudo, al igual que un ligero deterioro de las finanzas del sector público regional y local por la mayor dinámica de la inversión territorial esperada en lo que resta del año.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

VIII. ¿Qué tan vulnerable es la economía colombiana?: una comparación con los años noventa

En los años noventa la economía colombiana se movió de una situación de dinamismo a una de crisis; después de registrar crecimientos promedio de 5,1% durante la primera mitad de esa década, el crecimiento económico se desaceleró, y en 1999 tuvo la mayor caída registrada en cien años, con una contracción de 4,2%.

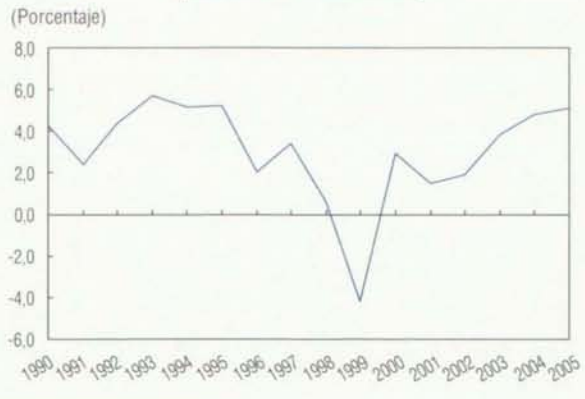
Por el contrario, al finalizar 2005, la economía colombiana creció 5,1%, cifra que no se observaba desde 1995 (Gráfico 36). Este comportamiento prolonga el dinamismo que ha mostrado la economía desde 2003, con un crecimiento promedio de 4,6% por año.

El crecimiento de la economía durante los últimos años ha estado impulsado por un mejor entorno externo, condiciones monetarias holgadas y coherentes con el logro de las metas de inflación, recuperación de la confianza, aumento del crédito y saneamiento de los balances de los hogares y las empresas. En conjunto, estos factores han permitido un aumento de la demanda interna a través de un mayor gasto privado en consumo y en inversión, y un buen comportamiento de la demanda externa y de los términos de intercambio, lo cual ha venido acompañado de una importante recuperación del crecimiento de la productividad.

La alta volatilidad de los mercados financieros externos e internos registrada en los meses anteriores plantea la pregunta de cuán vulnerable es hoy la economía colombiana; esto es aún más relevante si se tiene en cuenta que al país le tomó casi una década regresar a niveles de crecimiento superiores a 4%. En particular, resulta útil analizar los posibles riesgos actuales en comparación con la situación de la economía colombiana en los años que precedieron a la crisis de finales de los años noventa; con este propósito, a continuación se analizan indicadores de vulnerabilidad asociados con los sectores externo, real, fiscal y financiero.

Gráfico 36

Producto Interno Bruto
(variación anual real)



Fuente: DANE.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Con respecto a las variables externas, la vulnerabilidad de una economía depende inversamente del grado de apertura económica, definido como el tamaño del comercio exterior en el PIB. En efecto, en economías más abiertas el aumento en la tasa de cambio real o la desaceleración de la actividad económica necesaria para ajustar la economía a un choque negativo, es menor que en el caso de economías cerradas o menos abiertas. Otros indicadores externos que determinan el grado de vulnerabilidad de una economía son el tamaño del déficit en cuenta corriente, su estructura de financiamiento entre capitales de corto y largo plazos, y el grado de solvencia y liquidez externa de la economía. Estos indicadores se refieren a la capacidad de la economía para servir la deuda externa y cubrir las necesidades de financiamiento en cada momento del tiempo.

Los indicadores de profundización financiera también determinan el grado de vulnerabilidad de la economía. Una mayor profundización financiera aumenta la eficiencia en la asignación de recursos, permite a los agentes económicos protegerse enormemente de las fluctuaciones de sus ingresos y disminuye la volatilidad macroeconómica. Una adecuada regulación y la existencia de normas prudentes sobre el sector financiero pueden mitigar sus efectos procíclicos sobre la actividad económica, contribuyendo, de esta manera, a la sostenibilidad del crecimiento económico.

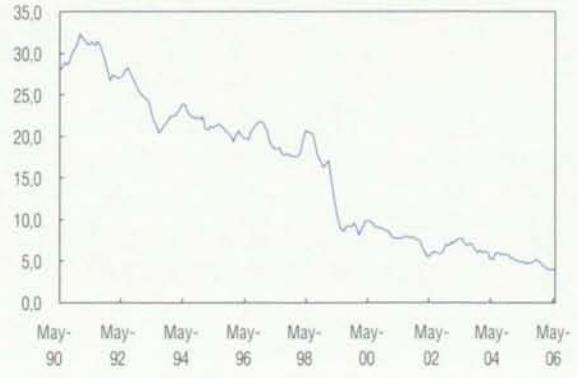
La vulnerabilidad del crecimiento económico también depende inversamente de la calidad y sostenibilidad de las políticas macroeconómicas. Así por ejemplo, un crecimiento fundamentado en una expansión monetaria exagerada, o en una expansión del gasto público que conlleve grandes déficit fiscales y una acumulación insostenible de la deuda pública, desembocaría inevitablemente en un deterioro de la confianza y en una crisis de grandes proporciones –como lo muestra la experiencia de varios países latinoamericanos y la propia experiencia colombiana en la década de los noventa–. Por el contrario, la aplicación de políticas macroeconómicas coherentes y sostenibles permite mantener la estabilidad económica, pues hace más predecible el futuro y alienta la confianza de los hogares y de las empresas, lo cual, a su vez, aumenta la tasa de inversión de la economía y promueve mejoras en la eficiencia y en la productividad.

Uno de los principales indicadores de la calidad de la política macroeconómica es la tasa de inflación. Entre 1990 y 2005 la inflación en Colombia disminuyó de 31,2% a 4,8% (Gráfico 37). El cumplimiento de las metas de inflación en 2004 y 2005, y la confianza por parte de los agentes económicos en el cumplimiento de la meta de 2006 han contribuido a afianzar la credibilidad de la política monetaria. Esta credibilidad le da más espacio al Banco de la República para aplicar políticas contracíclicas y mantener un crecimiento estable del producto y del empleo.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

La mayor credibilidad de la política monetaria también permite acomodar un mayor crecimiento económico y garantizar, al mismo tiempo, la estabilidad de precios. Adicionalmente, la existencia de expectativas de inflación bajas y alineadas con la meta de inflación permite disminuir las tasas de interés de largo plazo. Esto ha hecho posible la reducción de las tasas de interés de largo plazo como las del crédito hipotecario, un hecho que favorece a amplias capas de la población.

Gráfico 37
Inflación
(variación porcentual)



Fuente: DANE.

A. Demanda externa y financiamiento externo

Actualmente la economía colombiana es más abierta. Mientras en la década pasada el grado de apertura, medido como exportaciones más importaciones como porcentaje del PIB real, era, en promedio, 36% del PIB, en 2005 fue del orden del 43% (Gráfico 38).

La mayor apertura externa de los años recientes refleja, principalmente, la recuperación de las importaciones (especialmente las de bienes de capital), pero también un mayor dinamismo de las exportaciones no tradicionales, cuya participación en el PIB pasó de 9,9% en 1998 a 12,8% en 2005. En el caso de la industria manufacturera la tasa de apertura exportadora (relación entre las exportaciones y el valor agregado real) pasó de 28% a 46% en el mismo período (Gráfico 39). Esta mayor participación se explica por la recuperación de nuestros socios comerciales, la extensión de los acuerdos comerciales, las preferencias arancelarias con los Estados Unidos, el esfuerzo de las empresas colombianas por conquistar mercados externos[24] y el aumento del tipo de cambio real.

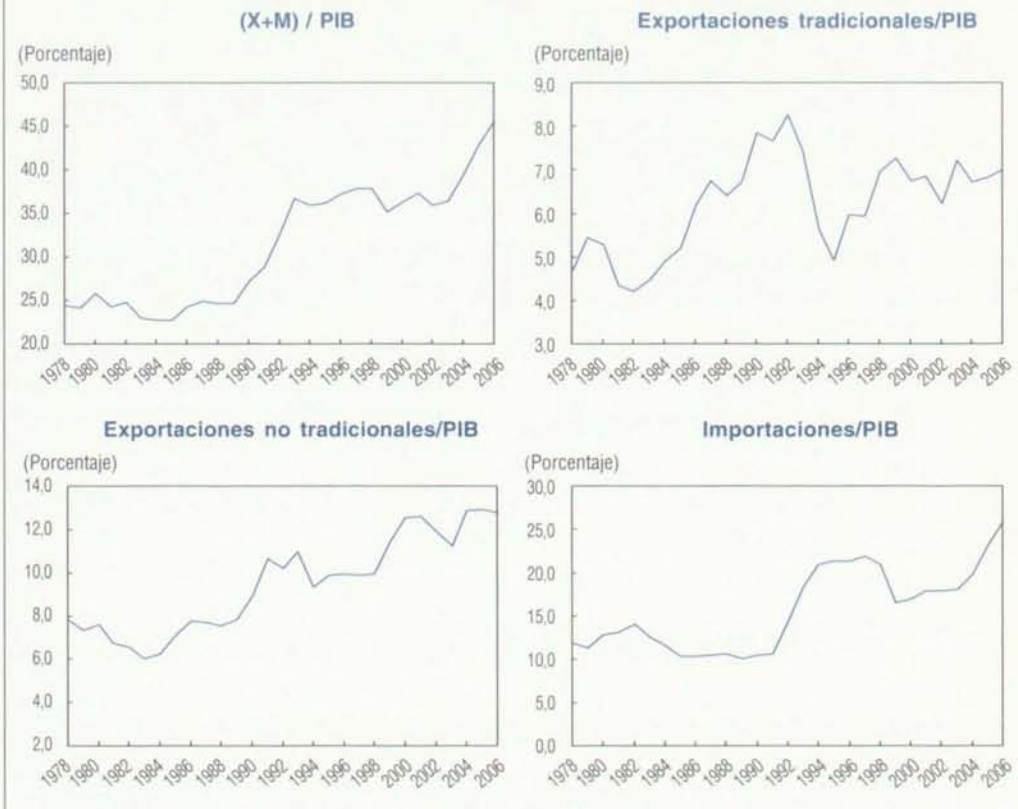
Con todo, se debe señalar que el grado de apertura de la economía colombiana es todavía modesto si se compara con otras economías emergentes más dinámicas. La integración de estas economías a los mercados mundiales ha

[24] En 1995 el 12% de las empresas encuestadas por Fedesarrollo sostenían que utilizaban la reorientación de la producción hacia los mercados externos como estrategia para hacer frente a la competencia internacional; además, entre 2001 y 2003 dicha proporción ascendió al 33%.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 38

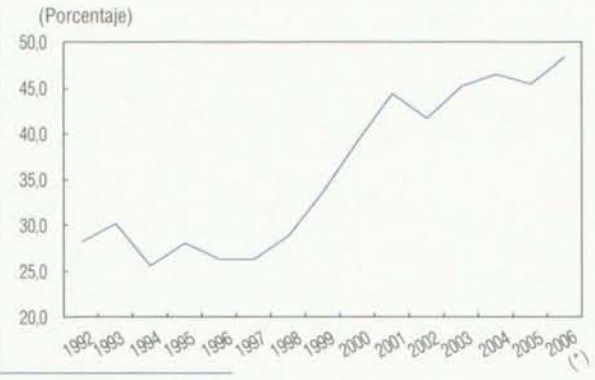
Grado de apertura de la economía colombiana



Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico 39

Tasa de apertura exportadora de la industria (Exportaciones/valor agregado)



(*) Primer trimestre.

Fuente: Cálculos del Ministerio de Hacienda con base en información de la EAM y MMM (2005-2006) del DANE.

sido uno de los componentes principales de su estrategia de desarrollo a mediano y largo plazos. Cabe anotar que la implementación del TLC con los Estados Unidos contribuiría positivamente en esa dirección.

De otro lado, tanto los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos como de la balanza comercial muestran una mejor situación y perspectivas más favorables en la coyuntura actual que en los noventa. Al

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

finalizar 2005 la cuenta corriente presentó un déficit de 1,6% del PIB, menor al 4,7% que se observó, en promedio, entre 1993 y 1998; por su parte, en 2005 la balanza comercial era superavitaria en 1,1% del PIB, frente a un déficit de 3,0% en 1995 y de 2,7% en 1998 (Cuadro 33, Gráfico 40).

El menor déficit en cuenta corriente de los últimos años está explicado, en buena parte, por las remesas de colombianos residentes en el exterior, las cuales han cobrado importancia, mejorando las cuentas externas y favoreciendo la inversión y el consumo interno. En efecto, entre 2001 y 2003 el flujo de remesas de trabajadores registró tasas anuales de crecimiento superiores al 20% en

Gráfico 40

Financiamiento externo privado y público, y cuenta corriente

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 33

Indicadores seleccionados de la economía colobiana: 1995, 1998, 2005

	1995	1998	2005
PIB (Crecimiento porcentual real)	5,2	0,6	5,1
Inflación (%)	19,5	16,7	4,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	(4,9)	(4,9)	(1,6)
Grado de apertura ((X + M)/PIB) (%)	36,1	37,9	42,9
Exportaciones/PIB (%)	14,8	16,9	19,8
Importaciones/PIB (%)	21,3	21,8	23,5
Reservas internacionales netas (RIN)/PIB (%)	9,9	9,6	12,0
RIN/deuda externa total (%)	32,1	23,8	39,0
RIN/deuda externa corto plazo (%)	153,3	219,7	249,7
Deuda externa total/PIB (%)	30,8	40,3	30,9
Servicio de la deuda externa/exportaciones (%)	75,2	85,1	66,1
Balance SPNF/PIB (%)	(0,3)	(3,7)	(0,3)
Balance GNC/PIB (%)	(3,1)	(5,3)	(4,8)
Deuda pública total GNC/PIB (%)	13,7	22,2	49,8
Tasa de desempleo (siete ciudades)	7,9	14,1	13,6
Indicador de pobreza (% de la población total)	49,5	55,3	49,2
Provisiones sistema financiero/cartera vencida (%)	31,9	35,8	137,3
Cartera vencida/cartera bruta (%)	5,8	10,7	2,6

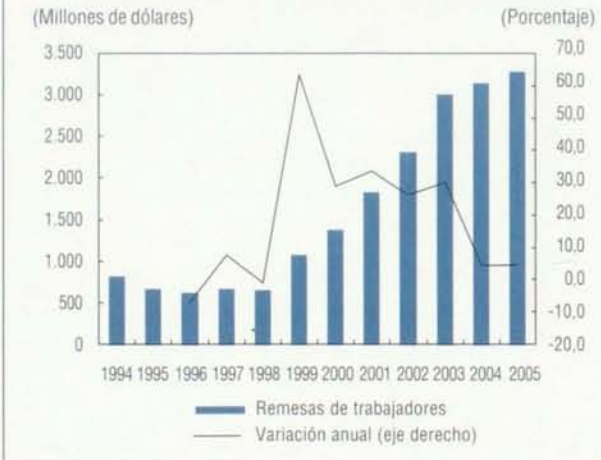
Nota: los datos de deuda externa corresponden a la deuda pública y privada de los sectores financieros y no financieros e incluyen arrendamiento financiero y titularizaciones.

Fuente: Banco de la República y Departamento Nacional de Planeación (DNP).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 41

Ingresos por remesas de trabajadores

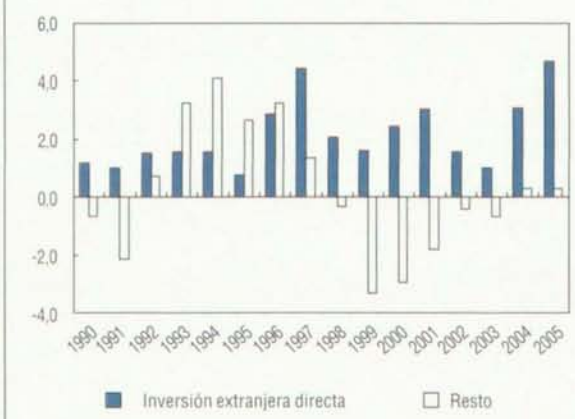


Fuente: Banco de la República.

promedio; después de 2003 los ingresos de remesas han tendido a estabilizarse, convirtiéndose en la segunda fuente de ingresos de la cuenta corriente (Gráfico 41). En 2005 los ingresos por remesas representaron el 2,7% del PIB y el 15,3% del valor de las exportaciones, porcentajes superiores a los obtenidos en 1995, cuando se situaron en 0,9% y 7,6%, en su orden. Este comportamiento está asociado con la migración de colombianos hacia el exterior iniciada en 1996 y calculada en cerca de 1,9 millones de personas hasta la fecha.

Gráfico 42

Flujos externos netos-privados



Fuente: Banco de la República.

De otro lado, en los dos años pasados las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos fueron cubiertas por flujos de capitales privados, igual que a mediados de los años noventa (Gráfico 42); sin embargo, en aquella época los capitales privados se concentraban en deuda externa y portafolio, destinados a financiar el programa de privatizaciones llevado a cabo por el Gobierno. En la actualidad la principal fuente de financiamiento privado es la IED (Gráfico 42). La evidencia internacional muestra que estos flujos son menos volátiles frente a cambios en la liquidez internacional.

Por su parte, en 2005 el sector público consolidado redujo sus pasivos externos netos (2,2% del PIB), como resultado tanto de la acumulación de activos en el exterior, como de la disminución de sus pasivos frente al resto del mundo, esto último como parte de una estrategia de conversión de deuda externa por interna para disminuir su exposición al riesgo cambiario; por el

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

contrario, en los años noventa el sector público fue un gran beneficiario del flujo de recursos externos, los cuales ingresaron a la economía colombiana atraídos por el programa de privatizaciones y concesiones en telecomunicaciones, recursos que financiaron buena parte de su desequilibrio entre 1993 y 1997. A finales de la década de los noventa y principios de la actual, nuevamente el sector público recibió recursos de crédito externo relativamente importantes que compensaron la caída de los recursos al sector privado y ayudaron a reducir la presión devaluacionista sobre el peso y el ajuste recesivo sobre la actividad económica (Gráfico 40).

Los indicadores de sostenibilidad, solvencia y liquidez externa han mejorado significativamente si se comparan con los niveles presentados en los años noventa: la deuda externa total ha disminuido como proporción del PIB, de las exportaciones y de las reservas internacionales. Estas últimas, que en 1995 cubrían el 60% de las necesidades de financiamiento de un año, en 2005 respaldaban el 100% de dichas necesidades (Cuadro 34).

Pese a lo anterior, conviene recordar que la vulnerabilidad externa de economías emergentes como la colombiana es muy alta; así por ejemplo, las primas de riesgo-país pueden cambiar bruscamente en momentos de turbulencia internacional, como se evidenció para Colombia en el año 2002, cuando aumentaron 530 pb entre junio y septiembre (Gráfico 43). En los episodios recientes de inestabilidad financiera en los mercados internacionales el aumento en el EMBI Colombia ha sido mucho menor (cerca de 100 pb), aunque mayor al aumento del EMBI global (60 pb).

En síntesis, hoy el país cuenta con menores déficit en cuenta corriente y en balanza comercial frente a los observados a mediados de los años noventa.

Cuadro 34

Indicadores de sostenibilidad, solvencia y liquidez por plazos

	1995	1998	2005
Deuda externa / PIB			
Corto plazo	6,4	4,4	4,9
Mediano y largo plazos	24,4	35,9	26,0
Deuda externa/exportaciones FOB			
Corto plazo	54,2	36,4	29,1
Mediano y largo plazos	205,1	299,2	155,3
Deuda externa corto plazo/reservas internacionales	65,2	45,5	40,4
Reservas internacionales/amortizaciones + déficit en cuenta corriente	0,6	1,1	1,0

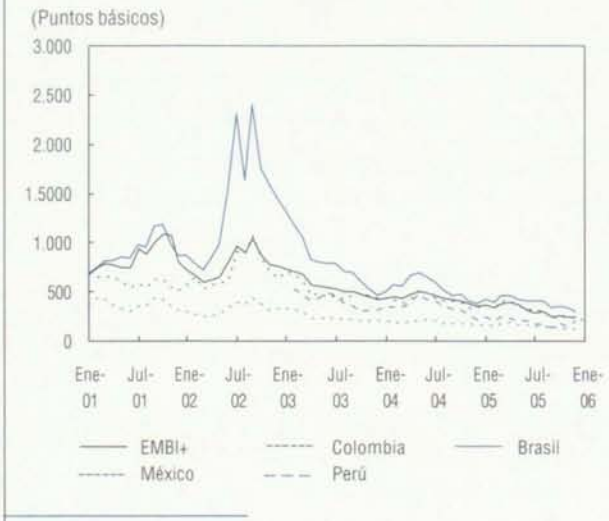
Nota: en cada caso se incluye el total de deuda externa pública y privada.

Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 43

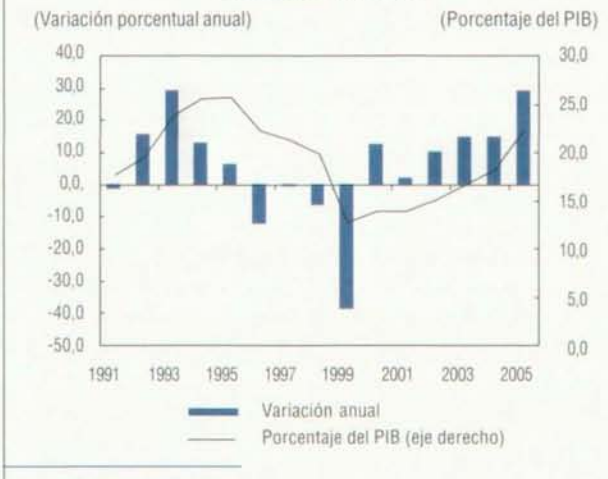
EMBI



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 44

Inversión privada



Fuente: Banco de la República.

Las proyecciones indican que, aunque estos déficit pueden aumentar, aún se situarían en niveles sostenibles y bastante menores a los que alcanzaron en los años noventa, época en la cual el cierre de los mercados internacionales implicó un ajuste entre 5% y 6% del PIB a través de la contracción de la actividad económica, especialmente del consumo y la inversión del sector privado. El ajuste requerido hoy, ante un cierre eventual de los mercados externos sería, por tanto, mucho menor. Esto, junto con la existencia de fuentes de financiamiento de la cuenta corriente más sólidas (como la inversión extranjera), y mejores indicadores de solvencia y liquidez externa (sustentados en un nivel adecuado de reservas internacionales) permiten concluir que actualmente el grado de vulnerabilidad externa del país es menor al que se observaba en los años que precedieron a la crisis.

B. Demanda interna

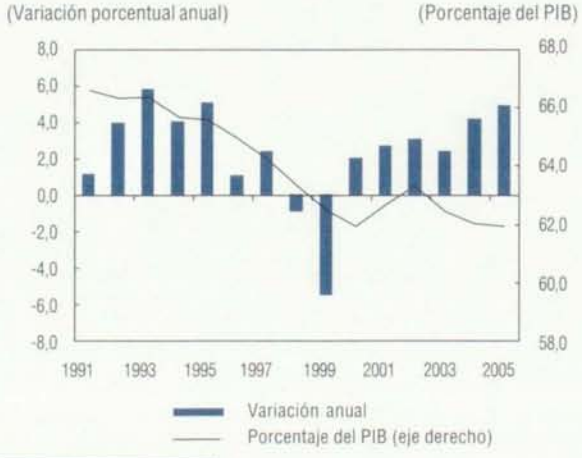
Como se indicó, las condiciones externas e internas favorables de la economía han permitido un aumento de la demanda interna a través de incrementos en la inversión y el consumo en los tres años pasados: el dinamismo de la inversión privada, que creció 29% en 2005, se reflejó también en un aumento de su participación como porcentaje del PIB, el cual se elevó a 22,3% (Gráfico 44). Esta tasa es aún inferior a la alcanzada a mediados de los años noventa, cuando llegó a 25,7% del PIB, pero probablemente continuará aumentando en el corto plazo, de acuerdo con las expectativas de los empresarios.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

De otro lado, el consumo privado se recuperó durante los últimos dos años al crecer a un ritmo promedio de 4,4%, desempeño que no se observaba desde hace una década. Como se aprecia en el Gráfico 45, esta variable ha mantenido una tendencia decreciente en su participación en el PIB; la principal razón que explica este comportamiento es el aumento del consumo público y, consecuentemente, el aumento en la carga tributaria de 15,9% en 2000 a 20,4% en 2005.

Gráfico 45

Consumo privado



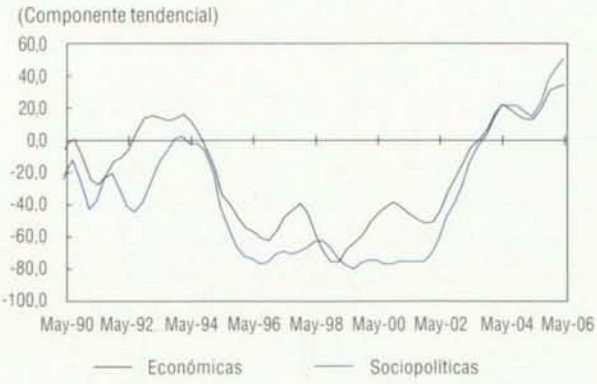
Fuente: Banco de la República.

Uno de los factores fundamentales que explican el dinamismo de la demanda privada es la recuperación de la confianza. Como se muestra en el Gráfico 46, tanto el índice de confianza del consumidor como el de la industria se encuentran en niveles altos y crecientes: en el caso del indicador de condiciones para la inversión de la industria, su nivel es incluso mayor al que tenía a mediados de los noventa. Estos mismos resultados sugieren que, con la información disponible, la reciente volatilidad de los mercados financieros internacionales y locales no ha afectado el clima de confianza de los consumidores y de los empresarios.

Gráfico 46

Índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo

Condiciones para la inversión de la industria



Fuente: Fedesarrollo y EOE-Fedesarrollo.

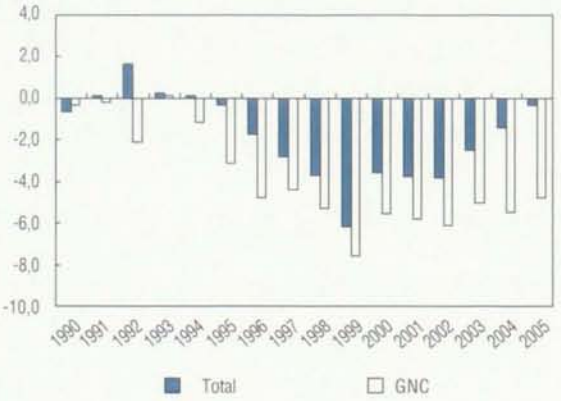
El aumento reciente en la demanda interna también se

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 47

Balance fiscal SPNF y el Gobierno nacional central (GNC)

(Porcentaje del PIB)

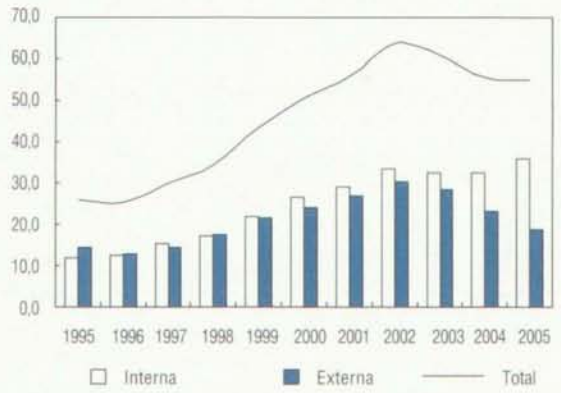


Fuente: Confis.

Gráfico 48

Deuda bruta del SPNF

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República.

ha visto impulsado por los bajos niveles de inflación y la disminución de las tasas de interés activas y pasivas en términos reales.

C. Finanzas públicas

En la década de los noventa las finanzas públicas en Colombia pasaron de un superávit fiscal en los primeros años a un profundo déficit al final del período. Esta situación fue causada por un aumento de los gastos (transferencias territoriales, pensiones, gasto militar e intereses), que no se compensó con el esfuerzo realizado para la generación de los ingresos (Gráfico 47). El proceso de ajuste fiscal iniciado en 2000, el mejoramiento de las condiciones internas y externas de la economía, y algunos cambios exógenos, se reflejaron en el equilibrio fiscal del sector público no financiero en 2005. Este año el tamaño del Estado alcanzó un nivel cercano al 35% del PIB, la mayor participación desde que se tienen registros; al mismo tiempo, la carga tributaria llegó a 20,4% del PIB. Como consecuencia del mejoramiento de la situación fiscal, la participación de la deuda pública bruta en el PIB disminuyó hasta alcanzar un nivel de 55,3% en 2005, después de haber llegado a un máximo de 63,5% en 2002 (Gráfico 48).

A pesar de esta reducción en la tasa de deuda, la sostenibilidad de las finanzas del Estado requiere de reformas en los gastos y en los ingresos, especialmente para evitar el deterioro del balance fiscal del GNC en los próximos

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

años: en particular, debe tenerse en cuenta la eliminación de fuentes transitorias de ingresos como la sobretasa del impuesto a la renta y el impuesto al patrimonio, y el aumento que tendría lugar en el monto de las transferencias territoriales una vez concluya el período de transición contemplado por el Acto Legislativo 001 de 2001, que reformó el sistema de transferencias. Además, hay que tener presente que parte del mejoramiento en el balance del sector descentralizado está asociado con los mayores ingresos petroleros –debido a los altos precios del crudo– y con los excedentes de recursos de los gobiernos locales, factores que pueden cambiar en forma importante en los mediano y largo plazos.

Los aspectos estructurales de la situación fiscal colombiana determinan, por tanto, una diferencia importante con respecto a la mitad de los años noventa, y aún constituyen una fuente importante de vulnerabilidad.

D. Sistema financiero y precios de los activos

Actualmente el sistema financiero colombiano presenta un mayor grado de profundización y diversificación con respecto al que tenía a mediados de la década pasada; este hecho le imprime una mayor fortaleza, pero también implica nuevos retos hacia el futuro que exigen mayores avances en la regulación prudencial del sector.

La recuperación de los últimos tres años ha venido acompañada de una consolidación de los establecimientos de crédito y de las instituciones financieras no bancarias, y de un aumento en sus utilidades y en su fortaleza patrimonial. La rentabilidad de los establecimientos de crédito en 2005 recobró los niveles de los años noventa, tanto para los bancos nacionales como extranjeros, mejorando las condiciones para la expansión del sector y elevando su capacidad de reacción ante choques adversos; en efecto, las utilidades acumuladas de los establecimientos de crédito durante 2005 alcanzaron $3,4 b, con un crecimiento real de 20,8% respecto al año anterior. De otro lado, al finalizar 2005 los indicadores de calidad de cartera de las diferentes modalidades de crédito consolidaron su tendencia decreciente, alcanzando niveles históricos: así por ejemplo, el cubrimiento de la cartera vencida ha presentado una mejora sustancial al elevarse a 135% comparado con niveles cercanos al 30% a mediados de los años noventa (Gráfico 49).

Los indicadores de calidad también han mejorado en el caso de la cartera hipotecaria, la cual fue duramente golpeada desde finales de 1995 ante el fin de la burbuja hipotecaria de la primera mitad de esa década: en efecto, el aumento en el precio de la vivienda en ese período estuvo acompañado por un crecimiento del crédito hipotecario sin precedentes. El fin de la burbuja llevó a una crisis en los bancos especializados en este tipo de crédito, cuando el valor de los

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 49

Cubrimiento: provisiones/cartera vencida

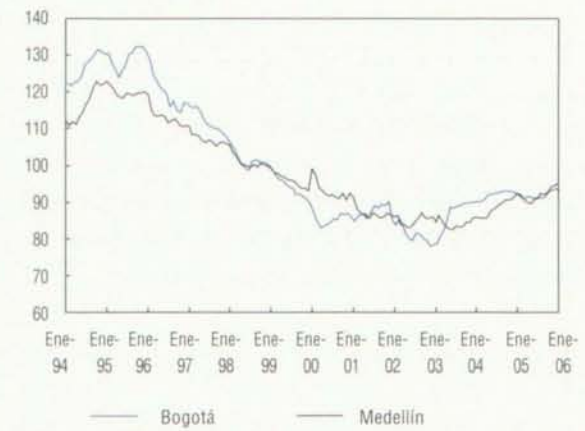
(Porcentaje)

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

Gráfico 50

Índice real de precios de la vivienda nueva en Bogotá y Medellín

(Diciembre de 1998 = 100)



Fuente: DNP.

inmuebles cayó por debajo de los precios de garantía. En la actualidad, y pese a que se han venido incrementando los precios de la vivienda, aún no alcanzan los niveles de finales de los años ochenta y menos aún los anteriores a la crisis de los noventa (Gráfico 50). Adicionalmente, las bajas tasas de interés que ofrece el mercado contribuyen a aumentar el ingreso disponible de los hogares y a disminuir la probabilidad de incumplimiento de los créditos.

La cartera bruta de los establecimientos de crédito ha crecido en términos reales desde diciembre de 2002, luego de presentarse tasas de crecimiento bajas o negativas observadas durante y después de la crisis de los años noventa. En 2005 el total de la cartera creció 11,3% en términos reales y representó el 27,2% del PIB; pese a ello, el total de la cartera aún no alcanza los niveles de mediados de los años noventa, cuando llegó a representar el 41,6% del PIB (gráficos 51 y 52), lo cual se explica, en parte, por la continua caída del nivel de la cartera hipotecaria desde mediados de 1998. Mientras que a finales de 2005 la cartera hipotecaria con titularizaciones representó el 2,4% del PIB, en diciembre de 1997 representaba el 11,4% del PIB; las cifras más recientes muestran una reducción en el ritmo de caída de la cartera hipotecaria que, combinado con un aumento de los desembolsos del crédito hipotecario del 19,7% real en 2005, indican un cambio en su comportamiento.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Por su parte, la cartera de consumo duplicó su participación en el PIB de 3,6%, a mediados de 2002, a 6,3%, al finalizar 2005, sin alcanzar aún los niveles cercanos al 8% de mediados de la década de los noventa.

Gráfico 51

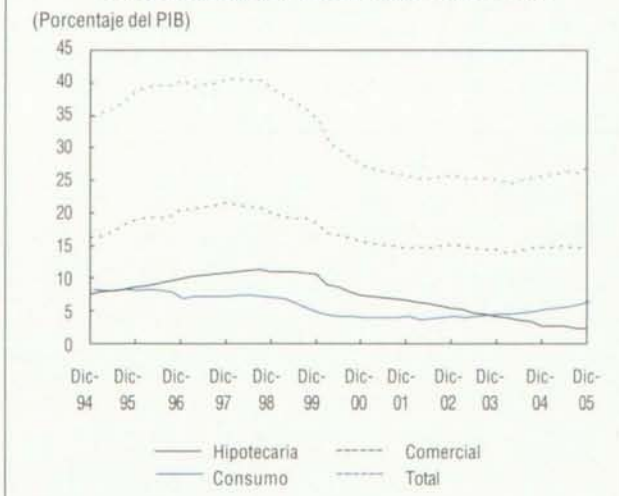
Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito

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

De otro lado, dentro de las entidades bancarias ha tenido lugar una profunda racionalización de la banca pública, cuya operación en el pasado implicó cuantiosas pérdidas. Otra característica del sistema financiero actual es la presencia de nuevos agentes institucionales y el fortalecimiento de otros que no tenían tanta importancia a mediados de la década pasada. Las instituciones financieras no bancarias (IFNB), en particular las administradoras de fondos de pensiones, han ganado importancia, modificando la exposición a los diferentes riesgos del sector financiero. A finales de 2005 el portafolio de inversión de las IFNB representaba cerca del 25% del PIB, con tasas reales anuales de crecimiento de más de 30%, de tal forma que sus estrategias de inversión tienen efectos importantes tanto sobre los mercados a los que acuden en busca de oportunidades de inversión, como sobre el ahorro que administran los hogares.

Gráfico 52

Cartera bruta por modalidad de crédito



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

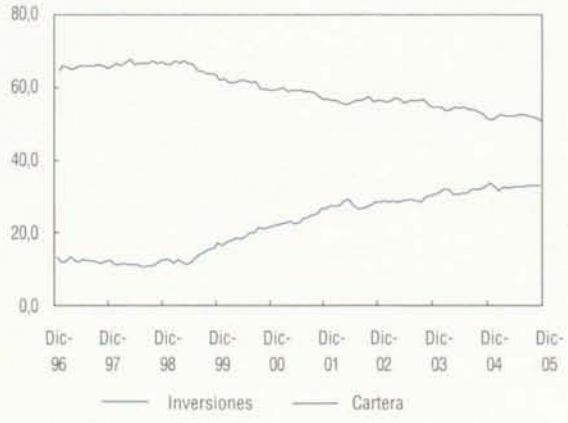
La dinámica de las IFNB se explica, en gran medida, por el comportamiento de las administradoras de fondos de pensiones (AFP). El tamaño del portafolio administrado por las AFP se duplicó en los últimos cuatro años. Este

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 53

Participación de la cartera y las inversiones en el activo total de los estrablecimientos de crédito

(Porcentaje)



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

aumento en el portafolio de las AFP se dedicó, en gran medida, a inversiones en TES, de tal forma que a finales de 2005 contaban con el 16,5% del saldo total de los mismos. Esto ha generado una importante exposición de los fondos de pensiones a los títulos de deuda pública, de tal forma que a noviembre de 2005 estos representaban el 47,2% del total del portafolio de las AFP, cerca del límite permitido (50%). De otro lado, durante años recientes ha aumentado la participación del sector real dentro del portafolio de las AFP: así, a diciembre de 2005 las acciones representaban cerca del 13% del portafolio de los fondos de pensiones obligatorias. Además, el desarrollo del mercado de capitales también se ha reflejado en el portafolio de los establecimientos de crédito, pues la participación de las inversiones en el total de activos se ha multiplicado por tres al pasar de 11,7% en diciembre de 1997 a 32,6% en diciembre de 2005, mientras la cartera pasó de 65,2% a 50,7% en el mismo período (Gráfico 53).

De lo anterior se deriva que en los últimos años se ha consolidado un mercado de deuda pública, al tiempo que se han producido cambios sustanciales en su manejo: por una parte, el Gobierno se ha propuesto una estrategia de sustitución de deuda externa por interna y ha reorientado las fuentes de financiamiento externo hacia instrumentos de mercado, reduciendo el crédito directo con la banca internacional y entidades multilaterales. Por otra, en lo que respecta al mercado de deuda interna, el cambio ha sido aún más radical si se tiene en cuenta que en la década de los noventa no existía un mercado como tal, cuyo saldo asciende hoy en día a $82,3 b, con dos denominaciones (en pesos y en UVR, principalmente). Contrario a otros países de América Latina, la deuda interna colombiana no está referenciada hoy día a la tasa de cambio o a tasas de interés de corto plazo. Todos los bonos son emitidos a tasa fija.

De otro lado, actualmente, existe un mercado secundario de títulos de deuda que es de alta liquidez, en el cual participan diversos agentes financieros y del sector real. La curva de rendimiento, que en 1998 tenía un plazo de

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

vencimiento a tres años, hoy se extiende hasta 2020 en pesos tasa fija, y hasta 2015 en tasa fija real. Así mismo, existen títulos de plazos inferiores a un año, y se cuenta con dos sistemas de negociación y un esquema de creadores de mercado para la distribución de la deuda. Si bien existen aún muchas deficiencias en el mercado, su liquidez y profundidad son apenas comparables con las que existían a finales de los años noventa cuando éste recién comenzaba.

Como se describió en el capítulo IV, el *riesgo de crédito*, el cual refleja la posibilidad de que los deudores incumplan su compromiso de repagar sus deudas a los intermediarios financieros, a corto plazo no es una fuente de inestabilidad para el sistema financiero; sin embargo, movimientos drásticos de las principales variables macroeconómicas pueden deteriorar los balances de los principales deudores causando así un incremento en la cartera morosa de los establecimientos de crédito: por ejemplo, caídas en la actividad económica, aumentos en la tasa de interés o cambios pronunciados en los precios de los activos de la economía pueden causar un incremento en el incumplimiento de las responsabilidades crediticias por parte de los deudores del sistema financiero; aun así, la solidez del sistema permite una mayor protección ante choques como el que se presentó en la crisis de 1998-1999.

El sistema financiero actual también exhibe una alta resistencia en términos de los *riesgos de liquidez*, es decir, de la posibilidad de que una entidad financiera sea incapaz de cumplir con sus obligaciones debido a la carencia de recursos líquidos.

Sin embargo, ha habido un incremento en la exposición al *riesgo de mercado*, dado el aumento en la tenencia de títulos de las entidades del sistema financiero. Una mayor exposición aumenta la sensibilidad del portafolio a cambios en las tasas de interés de las inversiones, lo cual podría traducirse en importantes pérdidas cuando se presente un cambio adverso sobre los precios de estos activos y no se cuente con los requerimientos de capital adecuados para enfrentar dicha situación. Las reducciones recientes en los precios de los TES y de las acciones muestran la relevancia de este riesgo, tanto para las AFP como para el conjunto del sistema financiero, y plantean la necesidad de introducir mejoras en la regulación prudencial del sector.

E. Conclusión

El crecimiento de la economía colombiana en los últimos tres años ha respondido a factores tanto internos como externos: entre los primeros se encuentran la existencia de condiciones monetarias holgadas y coherentes con el logro de las metas de inflación, la recuperación de la confianza, el aumento del crédito, y el saneamiento de los balances de los hogares y las

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

empresas; entre los segundos están el comportamiento dinámico de la demanda externa y de los términos de intercambio y, hasta hace pocos meses, una alta prevención de los inversionistas locales e internacionales por asumir riesgos en los mercados emergentes.

A pesar de la alta volatilidad reciente de los mercados financieros locales e internacionales, continúan vigentes las condiciones para mantener el dinamismo de la economía colombiana; adicionalmente, hay factores que diferencian la situación actual de la economía frente a los que había en los años noventa y que contribuyeron a agudizar la crisis de finales de esa década. Entre estos están la tasa de inflación más baja, el mayor grado de apertura, los resultados de la cuenta corriente y de la balanza comercial, los indicadores de sostenibilidad, solvencia y liquidez externa, y la estructura de financiamiento de la cuenta corriente; también ha habido una importante recuperación de la confianza fundamentada en factores reales, tales como el mejoramiento de las condiciones de seguridad.

Igualmente, el sistema financiero colombiano presenta evidentes fortalezas frente a la situación de la década pasada: la recuperación en los tres años precedentes ha venido acompañada de una consolidación de las instituciones financieras, aumento en las utilidades y mayor fortaleza patrimonial; los indicadores de calidad de cartera de las diferentes modalidades de crédito han alcanzado niveles históricos y los riesgos de crédito y de liquidez no son una fuente de inestabilidad en el corto plazo.

Sin embargo, a mediano plazo existen riesgos que pueden afectar negativamente la dinámica de la economía colombiana, en particular, el presente incremento en la exposición al riesgo de mercado del sistema financiero, debido al aumento en la tenencia de títulos de las entidades de este sector. Las reducciones recientes en los precios de los TES y de las acciones muestran la relevancia de este riesgo y plantean la necesidad de introducir mejoras en la regulación prudencial del sector. De otro lado, se requieren reformas en el campo tributario y en las transferencias territoriales que mejoren la situación del Gobierno central y garanticen la sostenibilidad fiscal en los mediano y largo plazos.

A pesar de la mejora en los indicadores externos, la economía colombiana, como la mayoría de las economías emergentes, aún es vulnerable a cambios en el entorno internacional, los cuales se reflejan en caídas drásticas de los términos de intercambio, de la demanda mundial, o de los flujos de capitales. A este respecto, el mantenimiento de un régimen de flotación cambiaria acompañado de un nivel adecuado de reservas internacionales constituye un mecanismo eficiente de protección contra dichas eventualidades. El manejo responsable de las políticas macroeconómicas y la credibilidad de la política monetaria en particular, constituyen activos que contribuyen a

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

la estabilidad macroeconómica, sin la cual no es posible avanzar en ninguna agenda de desarrollo.

IX. Nivel de las reservas internacionales

El manejo de las reservas internacionales por parte del Banco de la República hace parte integral de una política macroeconómica, el cual pretende garantizar un entorno económico estable que permita un crecimiento económico sostenible. Como se ha reiterado en diversos informes de la JDBR al Congreso, las reservas internacionales se administran bajo un marco que tiene en cuenta tres elementos principales, a saber: i) proteger la economía contra posibles choques externos; ii) minimizar riesgos de pérdida y asegurar la disponibilidad oportuna de liquidez internacional cuando ésta se requiera, y iii) garantizar la provisión eficiente de liquidez cuando las condiciones ameriten utilizar parte de las reservas con dicho propósito.

A continuación se presenta la evolución de algunos indicadores de vulnerabilidad externa del país con el fin de evaluar si el nivel de reservas internacionales de Colombia es adecuado para enfrentar choques externos.

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, indicadores que 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.

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

1. *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.

2. *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.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

3. *Reservas/(amortizaciones+déficit en cuenta corriente)*: esta relación indica la vulnerabilidad externa de países con amortizaciones y pago de intereses importantes, con déficit en la cuenta corriente y que desean que en el momento de un cierre de los mercados internacionales su ajuste sea gradual y no requiera contracciones bruscas del gasto y del producto.

4. *Otros indicadores de reservas*: otras medidas que complementan los indicadores de vulnerabilidad cuantifican el tamaño de las reservas con respecto a otras variables de la economía, como: i) el indicador tradicional de reservas/importaciones; ii) la relación entre reservas y PIB, y iii) la relación entre reservas y el agregado monetario amplio (M3).

En el Cuadro 35 se presenta la evolución de los indicadores anteriormente descritos durante el período de 2002 al mes de junio de 2006: 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; desde 2005 se aprecian reducciones en algunos de ellos, pero en todos los casos se mantienen en niveles ampliamente satisfactorios para los estándares internacionales.

Como se mencionó en el *Informe al Congreso* de marzo de 2006, los indicadores de vulnerabilidad se vieron influenciados por los prepagos de deuda externa pública que efectuó el Gobierno el año pasado 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 de años siguientes se debilitaron en 2004, pero mejoraron en 2005, en tanto que los indicadores que consideran las amortizaciones y el servicio de la deuda del año corriente fueron afectados negativamente; de esta manera, estos prepagos de deuda externa repercutieron favorablemente en el perfil y la trayectoria futura de las amortizaciones, por esta razón los indicadores de solvencia y liquidez externa de los grupos A y B exhiben una mejora significativa en el cálculo de dichos indicadores en la estimación para 2006.

En la sección C del Cuadro 35 se observa que los indicadores de reservas se han mantenido por encima de ocho 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 junio registra una disminución tanto en términos del PIB anual, al pasar de 12,2% en 2005 a 11,2% en 2006, como con respecto al tamaño de los depósitos en el sistema financiero (M3), pasando de 30,3% a 29,0% en las mismas fechas.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 35

Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2002	2003	2004	2005	2006 (e) 1/
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares)	**10.841**	**10.916**	**13.536**	**14.947**	**14.456**
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	10.146	10.173	8.918	13.198	11.777
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del año en curso	1,07	1,07	1,52	1,13	1,23
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del siguiente año	1,07	1,22	1,03	1,27	1,51
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN/servicio de la deuda año corriente	0,86	0,87	1,19	0,93	1,00
RIN/servicio de la deuda año siguiente	0,86	0,96	0,84	1,03	1,17
RIN/amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	0,94	0,98	1,37	0,98	1,08
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	0,97	1,11	0,89	1,12	1,11
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes 2/	10,77	9,88	10,23	8,91	8,20
RIN/M3 (porcentaje) 3/	41,85	36,47	33,31	30,33	28,99
RIN/PIB 4/	13,36	13,74	13,88	12,19	11,23

(e) Estimación.

1/ Saldo de reservas internacionales al mes de junio de 2006.

2/ El valor de la importación de bienes corresponde al promedio mensual entre enero y marzo de 2006.

3/ Saldo de M3 ampliado al mes de junio de 2006.

4/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para el año 2006.

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

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

En junio de 2006 las reservas internacionales netas totalizaron US$14.461,2 m, cuantía inferior en US$486,1 m al saldo registrado en diciembre de 2005[25]: durante el primer semestre del año se compraron reservas a través del mecanismo de intervención discrecional por un valor de US$1.196,7 m, se hicieron operaciones de venta de divisas al Gobierno y ventas a través de las opciones de control de volatilidad por US$1.000 m y US$944,3 m, respectivamente, y se obtuvo un rendimiento neto de las inversiones de las reservas internacionales de US$397,1 m.

[25] 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 de que se indique lo contrario, todas las cifras en este documento corresponden al fin de mes de junio de 2006 y son provisionales.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

El principal componente de las reservas internacionales lo constituye el tramo de inversión con el 92,3% del total (US$13.345,4 m)[26], y el saldo restante está distribuido en: i) la posición de reservas en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), por un monto de US$754,0 m; ii) los derechos especiales de giro (DEG), por US$186,5 m; iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US$176,1 m, y iv) los depósitos a la orden y el efectivo en caja, por US$3,0 m; así mismo, se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US$3,8 m (Cuadro 36).

Cuadro 36
Composición de las reservas internacionales

Descripción	Dic-05		Jun-05		Jun-06	
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje
Caja	**179,9**	**1,2**	**2,0**	**0,0**	**3,0**	**0,0**
Efectivo en caja	2,8	0,0	0,2	0,0	2,5	0,0
Depósitos a la orden	177,1	1,2	1,8	0,0	0,5	0,0
Inversiones	**13.603,9**	**91,0**	**12.650,3**	**92,2**	**13.345,4**	**92,3**
Portafolio directo	6.499,1	43,5	5.577,9	40,6	6.088,6	42,1
Portafolio en administración	7.104,7	47,5	7.072,3	51,5	7.256,9	50,2
Oro	**167,6**	**1,1**	**142,8**	**1,0**	**133,3**	**0,9**
En caja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
En custodia	167,6	1,1	142,8	1,0	133,3	0,9
Fondo Monetario Internacional	**583,5**	**3,9**	**589,7**	**4,3**	**609,3**	**4,2**
DEG	175,0	1,2	173,4	1,3	186,5	1,3
Posición de reserva	408,5	2,7	416,3	3,0	422,8	2,9
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)	**342,2**	**2,3**	**342,2**	**2,5**	**351,2**	**2,4**
Aportes	322,2	2,2	322,2	2,3	331,2	2,3
Pesos andinos	20,0	0,1	20,0	0,1	20,0	0,1
Convenios internacionales	**79,6**	**0,5**	**3,8**	**0,0**	**22,8**	**0,2**
Total reservas brutas	**14.956,6**	**100,1**	**13.730,8**	**100,0**	**14.465,0**	**100,0**
Pasivos de corto plazo	**9,3**	**0,1**	**5,7**	**0,0**	**3,8**	**0,0**
Convenios internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bancos del exterior	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valores por pagar, compra, inversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses causados por los pasivos	9,3	0,1	5,7	0,0	3,8	0,0
Total de reservas netas	**14.947,3**	**100,0**	**13.725,1**	**100,0**	**14.461,2**	**100,0**

Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

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, firmas que son escogidas mediante un riguroso sistema de selección que evalúa su experiencia en el negocio, el tamaño de los fondos que administran y la calidad de su proceso de inversión y gestión del riesgo. Como se ha mencionado en informes anteriores, estas entidades han mejorado el rendimiento de las reservas a través de un manejo especializado.

Del tramo de inversión, el Banco de la República gestionó directamente US$6.088,6 m (45,6% del total del tramo), incluido el capital de trabajo por US$867,0 m, y las firmas especializadas: Barclays Global Investors, JP Morgan Investment Management Inc., Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Financial, Wellington Management y Pacific Investment Management Co. administraron el restante 54,4% (US$7.256,9 m).

El portafolio de inversiones se concentra, principalmente, en el sector de riesgo soberano, el cual incluye activos de corto y largo plazos, con un 71,9% del portafolio, y la proporción restante se distribuye entre los demás sectores, así: 14,0% en el sector bancario, 10,8% en el corporativo, 1,3% en el supranacional, y 2,0% en acuerdos de recompra en la Reserva Federal de Nueva York. A junio de 2006 la distribución por calidad crediticia de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas[27] fue la siguiente: 46,4% «P-1»[28]; 46,6% «AAA»; 1,5% «AA»; 3,5% «A», y 2,0% en acuerdos de recompra en la Reserva Federal de Nueva York. 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, evaluados frente al rendimiento del índice de referencia.

---

[26] 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.

[27] Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings

[28] En la escala de las calificaciones de corto plazo, «P-1» representa la mejor.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 37

Rendimiento de los portafolios de las reservas internacionales, diciembre 31 de 2005 a junio 30 de 2006

(Porcentaje)

Administrador	Rendimientos de portafolios		
	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia
Banco de la República (*)	2,64	2,61	0,03
Barclays Global Investors	2,89	2,77	0,12
JP Morgan Investment Management	2,55	2,77	(0,22)
Goldman Sachs Asset Management	1,39	1,31	0,08
BlackRock Financial	1,60	1,31	0,30
Wellington Management	1,44	1,31	0,13
Pacific Investment Management Co.	2,96	2,77	0,19
Capital de trabajo	2,30		

(*) Cifras provisionales sujetas a revisión.

Fuente: Banco de la República

Durante el año 2006 el rendimiento del tramo de inversión de las reservas ha aumentado sustancialmente, comparado con el retorno obtenido en el mismo período del año anterior, producto básicamente de la valoración asociada al fortalecimiento del euro y el yen frente al dólar, con apreciaciones de 8,4% y 3,2%, respectivamente; tendencia contraria a la registrada durante el mismo período de 2005. También se destaca el efecto neto positivo entre la mayor causación de intereses y la desvalorización de los bonos, generado por el aumento sucesivo de las tasas de referencia en los Estados Unidos (fondos federales) y en Europa (tasa de refinanciación de operaciones). Adicionalmente, las reservas se han beneficiado del aumento de 17% en el precio del oro (Gráfico 54).

El rendimiento neto del total de las reservas internacionales a junio 30 de 2006 fue de US$397,1 m, y las ganancias debidas a movimientos en las tasas de interés y diferencial cambiario sumaron US$216,7 m, mientras que los rendimientos por causación de interés ascendieron a US$180,4 m (Gráfico 55).

X. *Situación financiera del Banco de la República y el uso de sus recursos*

A. Resultados a junio de 2006

La principal fuente de ingresos para el primer semestre de 2006 la constituyó el rendimiento de las reservas internacionales debido, especialmente, al

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 54

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

Evolución de la tasa de rendimiento, nota del tesoro a dos años y fondos federales en los Estados Unidos, 2006 1/

Euro frente al dólar, 2006 2/

Yen frente al dólar, 2006 3/

1/ La relación inversa entre precio y tasa de rendimiento implica que a medida que aumenta la tasa disminuye el precio de un activo de renta fija.
2/ La cotización directa euro/dólar implica que el euro pierde valor a medida que se aleja de cero.
3/ La cotización inversa dólar/yen implica que el yen pierde valor a medida que se aleja de cero.
Fuente: Bloomberg LP.

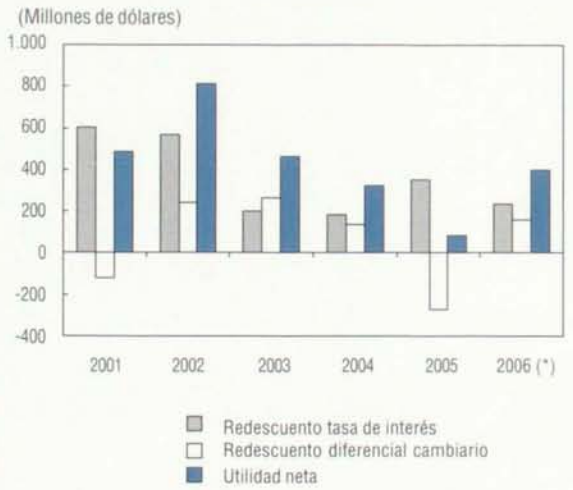
diferencial cambiario positivo originado en la apreciación del euro y el yen, ingresos que cubrieron la desvalorización ocurrida en los portafolios de TES del Banco y los otros egresos corporativos y monetarios, dando como resultado una utilidad de $639,3 mm, producto de ingresos por $1.300,6 mm y egresos por $661,3 mm, superando de esta manera los resultados obtenidos frente al mismo período del año anterior (Cuadro 38).

El resultado operacional observado durante el primer semestre de 2006 obedeció, básicamente, al rendimiento de las reservas internacionales, que

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 55

Rendimiento de las reservas internacionales, 2002-2006



(*) A junio 30 de 2006.

Fuente: Banco de la República.

a junio alcanzó un nivel de $934,0 mm, registrando un aumento de $958,6 mm frente al mismo período del año anterior, ya que en el primer semestre de 2005 el rendimiento fue negativo. Así mismo, se obtuvo un efecto positivo en la diferencia en cambio, la cual se incrementó en $141,3 mm frente a lo observado a junio de 2005, resultado que se explicó, principalmente, por el comportamiento de la tasa de cambio peso/dólar, la cual favoreció la valorización de los activos en moneda extranjera, diferentes a las reservas internacionales (Cuadro 39)[29,30].

Cuadro 38

Estado resumido de pérdidas y ganancias del Banco de la República

(Miles de millones de pesos)

	Ejecución		Var. anual absoluta B - A
	Junio de 2005 A	Junio de 2006 B	
Ingresos	448,2	1.300,6	852,4
Monetarios	384,7	1.218,5	833,7
Corporativos	63,4	82,1	18,7
Egresos	438,6	661,3	222,7
Monetarios	281,4	347,9	66,5
Corporativos	130,7	138,9	8,2
Pensionados	26,5	174,5	148,0
Resultados del ejercicio	9,6	639,3	629,7

Fuente: Banco de la República.

[29] Al comparar el primer semestre de 2005 y de 2006 la cuenta de diferencia en cambio sobre los aportes a organismos internacionales registró un incremento de $140,0 mm en los ingresos monetarios y una disminución de $12,4 mm en los egresos monetarios.

[30] La valoración del saldo de reservas internacionales, debido al aumento de la tasa de cambio peso-dólar, se registra en la cuenta patrimonial superávit por ajuste de cambios y no afecta el estado de resultados.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 39

Pérdidas y ganancias del Banco de la República, diciembre de 2005 a junio de 2006

(Miles de millones de pesos)

	Ejecución			Variaciones anuales C/B	
	Dic. 05 A	Jun. 05 B	Jun. 06 C	Porcentual	Absoluta
1. Ingresos de P y G	**1.174,0**	**448,2**	**1.300,6**	**190,2**	**852,4**
1.1 Ingresos monetarios	**1.031,9**	**384,7**	**1.218,5**	**216,7**	**833,7**
1.1.1 Intereses y rendimientos	912,5	332,2	1.007,1	203,2	674,9
Reservas internacionales	184,1	(24,7)	934,0	n.a.	958,6
Cartera de crédito y otros **1/**	10,3	1,4	9,7	578,3	8,2
Operaciones de liquidez-repos y apoyos transitorios	115,4	49,8	112,1	125,0	62,3
Valoración de TES	593,0	301,2	(47,8)	(115,9)	(349,0)
Valoración otros títulos **2/**	9,8	4,4	(0,8)	(118,9)	(5,3)
1.1.2 Diferencias en cambio	42,9	17,7	159,0	800,2	141,3
1.1.3 Moneda metálica	54,5	15,5	25,6	64,8	10,1
1.1.4 Otros **3/**	22,0	19,3	26,8	38,4	7,4
1.2 Ingresos corporativos	**142,1**	**63,4**	**82,1**	**29,5**	**18,7**
1.2.1 Comisiones	124,6	57,0	75,4	32,3	18,4
Servicios bancarios	58,0	25,5	28,6	12,1	3,1
Negocios fiduciarios	66,5	31,4	38,2	21,6	6,8
Manejo de divisas y venta de opciones	0,1	0,0	8,6	n.a.	8,6
1.2.2 Otros **4/**	17,5	6,4	6,7	4,5	0,3
2. Egresos de P y G	**848,8**	**438,6**	**661,2**	**50,8**	**222,7**
2.1 Egresos monetarios	**640,6**	**281,4**	**347,9**	**23,6**	**66,5**
2.1.1 Intereses y rendimientos	446,4	188,9	213,0	12,8	24,2
Encaje en cuentas de depósito	110,3	52,5	55,1	4,8	2,5
Cuentas de depósito, Dirección del Tesoro Nacional	308,0	123,3	148,7	20,6	25,4
Operaciones repo de contracción monetaria	0,0	0,0	0,0	n.a.	0,0
Gastos en administración de reservas internacionales	28,1	13,1	9,3	(29,1)	(3,8)
2.1.2 Diferencias en cambio	63,0	36,7	69,0	88,1	32,3
2.1.3 Costo de emisión y distribución de especies monetarias	124,7	53,3	62,6	17,4	9,3
2.1.4 Otros **5/**	6,6	2,5	3,3	30,8	0,8
2.2. Egresos corporativos	**275,8**	**130,7**	**138,8**	**6,3**	**8,2**
2.2.1 Gastos de personal	174,5	87,8	91,6	4,4	3,8
2.2.2 Gastos generales	42,3	17,8	18,6	4,9	0,9
2.2.3 Impuestos	7,0	3,2	4,4	37,2	1,2
2.2.4 Seguros	7,6	3,8	3,7	(1,8)	(0,1)
2.2.5 Contribuciones y afiliaciones	3,5	1,6	2,9	73,9	1,2
2.2.6 Gastos culturales	7,2	2,5	1,9	(26,3)	(0,7)
2.2.7 Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros **6/**	33,6	14,0	15,8	12,8	1,8
2.3 Gastos de pensionados 7/	**(67,6)**	**26,5**	**174,5**	**558,3**	**148,0**
3. Resultado operacional (1 - 2)	**325,2**	**9,6**	**639,3**	**6.573,2**	**629,8**

1/ Líneas de crédito externas y Gobierno nacional y valoración de oro no monetario.

2/ TES Ley 546 y valoración de otros títulos.

3/ Otros ingresos monetarios, operacionales y no operacionales.

4/ Utilidad en venta de plata y platino y otros ingresos corporativos.

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

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

7/ Rendimiento de recursos, menos gastos.

n.a. No aplica.

Fuente: Banco de la República.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Dichos resultados compensaron: i) los menores ingresos obtenidos en la valoración del portafolio de TES del Banco ($349,0 mm), a raíz de la venta neta de títulos al mercado por valor de $1.500,2 mm entre julio de 2005 y junio de 2006, originada en la esterilización de la intervención en el mercado cambiario y la desvalorización ocurrida en el portafolio por el alza en las tasas de negociación de dichos títulos que a junio de 2006 llegaba a -$47,8 mm, y ii) los mayores egresos que se concentraron, principalmente, en la desvalorización del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional, que en conjunto, con los gastos de pensionados, arrojaron un resultado neto superior al ejecutado en el mismo período de 2005.

Se puede observar que el rendimiento de las reservas se explicó fundamentalmente por el impacto positivo del diferencial cambiario y los mejores precios del oro: en cuanto al diferencial cambiario, mientras en el primer semestre de 2005 se presentó una depreciación del euro y el yen con respecto al dólar (10,9% y 7,5%, respectivamente), para igual período de 2006 se observó una apreciación de tales monedas (8,4% y 3,2%, respectivamente); con relación al oro, su precio a nivel internacional registró un alza, elevándose su cotización de un precio *Fix* por onza *troy* de US$436,8 en junio de 2005 a US$600,4 en junio de 2006.

De otro lado, los ingresos corporativos frente al mismo período de 2005 fueron superiores en $18,7 mm, destacándose las comisiones de venta de opciones *call* ($8,6 mm), debido a la intervención del Banco sobre el mercado cambiario.

En cuanto a los egresos, los monetarios aumentaron en $66,5 mm frente al primer semestre del año anterior, principalmente, por: i) la diferencia en cambio sobre las cuentas de depósito, y ii) la remuneración de los depósitos del Gobierno nacional constituidos a través de la Dirección del Tesoro Nacional.

Por su parte, los egresos corporativos del Banco ($138,8 mm) presentaron un aumento nominal del 6,3%, equivalente a un incremento real del 2,2%; sin embargo, al descontar los gastos por impuestos y contribuciones, sobre los cuales el Banco no tiene ingerencia directa, y representan el 5,1% de los egresos corporativos, estos últimos presentan un crecimiento real de 0,6%, resultado de la continuidad del programa de control del gasto (Cuadro 40). En efecto, los gastos de personal crecieron el 0,4% en términos reales, no obstante el aumento establecido por la convención colectiva, y los gastos generales crecieron en términos reales 0,9%.

Finalmente, en cuanto al gasto de pensionados, a junio de 2006 ascendió a $174,5 mm, nivel superior frente al mismo período de 2005, debido a: i) la

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 40

Resultados a junio de 2006

(Miles de millones de pesos)

	Ejecución a		Variaciones anuales	
	Junio de 2005 A	Junio de 2006 B	Porcentual B/A	Absoluta B - A)
Gastos de personal	87,8	91,6	4,4	3,8
Gastos generales	17,8	18,6	4,7	0,8
Seguros	3,8	3,7	(1,8)	(0,1)
Gastos culturales	1,8	1,1	(38,8)	(0,7)
Becas a estudiantes diferentes a empleados	0,7	0,8	5,3	0,0
Depreciaciones, provis., amortiz. y otros	14,0	15,8	13,0	1,8
Subtotal	125,9	131,6	4,6	5,8
Impuestos	3,2	4,4	37,2	1,2
Contribuciones y afiliaciones	1,6	2,9	73,9	1,2
Total egresos corporativos	130,7	138,8	6,2	8,2

Fuente: Banco de la República.

desvalorización del portafolio constituido con recursos del cálculo actuarial, resultado de la disminución de los precios de los TES B (aproximadamente el 85,0% de este portafolio está invertido en estos títulos), lo cual significó un menor ingreso frente al primer semestre de 2005 de $135 mm, y ii) mayores provisiones actuariales de acuerdo con la reglamentación vigente.

B. Estructura financiera del Banco de la República

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio a junio 30 de 2006 frente a diciembre 31 de 2005 (Cuadro 41).

1. Activo

Los activos del Banco de la República totalizaron $52.805,9 mm, con un aumento de $6.188,9 mm (13,3%) frente a diciembre de 2005, cuando estos ascendieron a $46.617,0 mm. Las principales variaciones se explican a continuación:

- Al cierre de junio del presente año las reservas internacionales brutas valoradas a precios de mercado fueron $37.306,5 mm, equivalentes a US$14.465 m. Durante el semestre se presentó un aumento de estas reservas en pesos de $3.142,2 mm, mientras que en dólares se registró un descenso de US$492 m.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 41

Balance del Banco de la República, diciembre de 2005 a junio de 2006

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre de 2005		Junio de 2006		Variación	
	Saldos	Porcentaje	Saldos	Porcentaje	Absoluta	Porcentual
Activos	**46.617,0**	**100,0**	**52.805,9**	**100,0**	**6.188,9**	**13,3**
Reservas internacionales brutas	34.164,2	73,3	37.306,5	70,6	**3.142,2**	9,2
Aportes en organismos internacionales	2.834,0	6,1	2.968,0	5,6	**134,0**	4,7
Inversiones	2.606,7	5,6	2.634,0	5,0	**27,3**	1,0
Cartera de créditos	2,4	0,0	1,6	0,0	**(0,8)**	(32,2)
Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez	4.050,4	8,7	6.909,2	13,1	**2.858,9**	70,6
Otros activos netos	2.959,3	6,3	2.986,6	5,7	**27,3**	0,9
Pasivo y patrimonio	**46.617,0**	**100,0**	**52.805,9**	**100,0**	**6.188,9**	**13,3**
Pasivo	**30.196,9**	**64,8**	**32.169,7**	**60,9**	**1.972,8**	**6,5**
Base monetaria	22.804,6	48,9	21.835,3	41,4	(969,3)	(4,3)
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional	3.724,4	8,0	6.825,3	12,9	3.100,9	83,3
Obligaciones con organismos internacionales	2.284,6	4,9	2.301,1	4,4	16,5	0,7
Otros pasivos	1.383,3	3,0	1.207,9	2,3	(175,4)	(12,7)
Patrimonio total	**16.420,1**	**35,2**	**20.636,3**	**39,1**	**4.216,1**	**25,7**
Capital	12,7	0,0	12,7	0,0	0,0	0,0
Reservas estatutarias	1.867,7	4,0	1.397,7	2,6	(470,0)	(25,2)
Superávit patrimonial	13.387,6	28,7	17.758,7	33,6	4.371,1	32,7
Liquidación CEC	453,5	1,0	453,5	0,9	0,0	0,0
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	12.679,1	27,2	17.047,9	32,3	4.368,9	34,5
Otros	255,1	0,5	257,3	0,5	2,2	0,9
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	829,2	1,8	827,8	1,6	(1,3)	(0,2)
Resultados	322,9	0,7	639,3	1,2	316,4	98,0

(*) Cifras sujetas a revisión.
Fuente: Banco de la República.

- La variación de las reservas expresadas en pesos se presentó, principalmente, por i) el ajuste de cambio, producto de la depreciación del peso con respecto al dólar, que en lo corrido del año fue de 12,91%[31], presentándose un aumento de $4.369 mm; ii) el rendimiento por variación en las tasas de interés externas, que en pesos produjo un aumento de las reservas de $279,8 mm; iii) el diferencial cambiario por la variación de la tasa de cambio de las monedas de reserva con respecto al dólar ($373,4 mm); iv) la venta neta de reservas internacionales en lo corrido del año, US$747,6 m ($1.880 mm), producto de ventas de divisas al Gobierno por US$1.000 m, opciones de desacumulación de divisas por US$944,3 m, y compras por intervención discrecional en el mercado cambiario por US$1.196,7 m.

[31] Tomando como base de cálculo la tasa representativa del mercado (TRM) contable, de acuerdo con lo reglamentado por la Superintendencia Financiera.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

- Las operaciones Repo, utilizadas para otorgar liquidez transitoria, presentaron un saldo de $6.909,2 mm al finalizar junio de 2006, lo cual significó un aumento de $2.858,9 mm, con respecto al cierre de 2005, producto de los mayores recursos suministrados al sistema financiero.

- El portafolio de inversiones en moneda nacional, valorado a precios de mercado, ascendió en junio de 2006 a $2.634 mm, aumentándose en $27,3 mm con respecto a diciembre de 2005, aumento que se debió, principalmente, a las compras definitivas TES B por valor de $201,8 mm en lo corrido del año, las cuales superaron los vencimientos por valor de $143 mm y la desvalorización del portafolio por el aumento de las tasas de negociación de los TES en el segundo trimestre de 2006 ($47,8 mm).

2. Pasivo

A 30 de junio de 2006 el saldo de los pasivos fue de $32.169,7 mm, superior en $1,972.8 mm (6,5%) al registrado al final de 2005. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- Los depósitos del Gobierno nacional constituidos a través de la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República tuvieron un saldo de $6.825,3 mm al cierre del mes de junio, monto superior en $3.100,9 mm (83,3%) al registrado en diciembre de 2005, como resultado del nuevo esquema de manejo de liquidez adoptado, según el cual la totalidad de los excesos de liquidez del Tesoro Nacional se depositan en el Banco de la República.

- Al finalizar junio del presente año la base monetaria tuvo un saldo de $21.835,3 mm, menor en $969,3 mm al de diciembre de 2005, producto de la contracción de efectivo que se registra usualmente en el primer semestre del año.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a $20.636,3 mm, aumentando $4.216,1 mm con respecto a diciembre de 2005, explicado, principalmente, por el incremento del ajuste de cambio $4.368,9 mm (34,5%) como resultado de la devaluación registrada hasta junio, la cual produjo un aumento en el valor de las reservas internacionales expresadas en pesos.

C. Proyección de utilidades para 2006

Se proyecta una utilidad de $1.231,0 mm, nivel superior en $905,8 mm a la observada en el año 2005 (Cuadro 42), proyección que contempla los

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 42

Estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2005-2006

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre 2005 (A)	Proyectado 2006 (B)	Variación Porcentual (B/A)	Variación Absoluta (B - A)
I. Ingresos totales	1.174,0	2.369,5	101,8	1.195,5
1. Ingresos operacionales	1.160,3	2.353,8	102,9	1.193,5
Intereses y rendimientos	912,5	1.995,7	118,7	1.083,2
Reservas internacionales	184,1	1.651,4	797,2	1.467,4
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	593,0	67,7	(88,6)	(525,3)
Compra transitoria de títulos y cupos	115,4	271,2	135,0	155,8
Otros 1/	20,1	5,4	(73,3)	(14,7)
Comisiones	124,6	115,7	(7,2)	(8,9)
Diferencias en cambio	42,9	159,0	270,3	116,1
Otros 2/	80,3	83,4	3,9	3,1
2. Ingresos no operacionales	13,7	15,8	15,1	2,1
II. Egresos totales	848,8	1.138,5	34,1	289,7
1. Egresos operacionales	843,6	1.131,3	34,1	287,6
Intereses y rendimientos	446,4	409,0	(8,4)	(37,4)
Encaje y cuentas de depósito DTN	418,3	385,2	(7,9)	(33,1)
Venta transitoria de títulos	0,0	0,0	n.a.	0,0
Gastos en administración de reservas internacionales	28,1	23,8	(15,3)	(4,3)
Diferencias en cambio	63,0	69,0	9,5	6,0
Costo de emisión de especies monetarias	124,7	117,8	(5,5)	(6,9)
Gastos de personal	174,5	185,8	6,5	11,3
Pensiones de jubilación	(67,6)	235,3	n.a.	302,9
Gastos generales	42,3	43,9	3,8	1,6
Otros 3/	60,3	70,5	16,9	10,2
2. Egresos no operacionales	5,2	7,3	39,9	2,1
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio	325,2	1.231,0	278,5	905,8

1/ Líneas de crédito, valorización oro no monetario, intereses y rendimiento, otras operaciones y valor, TES Ley 546 y otros títulos.

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

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

n.a. No aplicable.

Fuente: Banco de la República.

siguientes supuestos: i) no se incluye efecto alguno por variación en las tasas de cambio de las monedas del portafolio de reservas entre julio y diciembre de 2006, ii) las tasas de negociación de los TES se mantendrán en el mismo nivel registrado al terminar el primer semestre de 2006, y iii) los vencimientos de cupones de tales títulos serán un determinante importante en su ingreso.

El mayor ingreso estimado del portafolio de reservas se fundamenta en dos puntos: i) mayores tasas de interés externas por el incremento esperado de las tasas de la Fed[32] y ii) exclusión de los posibles efectos por variación en las

[32] En este sentido, la proyección de ingresos de reservas internacionales se estimó con la tasa de rentabilidad actual (retorno total del portafolio de inversiones), la cual es mayor a la observada en los tres años anteriores.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

tasas de cambio de las monedas que constituyen el portafolio de reservas, situación que podrá afectar los ingresos esperados, puesto que el resultado operacional se encuentra directamente relacionado con el comportamiento de las tasas de cambio de las monedas del portafolio.

Se estima que los ingresos corporativos presentarán una disminución en las comisiones de $8,9 mm, aproximadamente, frente a lo ejecutado el año anterior, resultado de la reducción de tarifas que se aplicarán en el segundo semestre del presente año[33].

Por su parte, los mayores egresos se explican, principalmente, por la estimación de los gastos netos de pensiones (aumento de $302,9 mm, frente al año anterior), resultado de: i) menor rendimiento estimado del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional por $190,4 mm, teniendo en cuenta el comportamiento de las tasas de negociación de los títulos al cierre de junio de 2006, y ii) mayores provisiones actuariales ($100,2 mm), de acuerdo con el cálculo actuarial para 2006, puesto que en 2005 no fue necesario realizar la provisión correspondiente[34].

Finalmente, las proyecciones de otros rubros importantes son: i) los gastos de personal ($185,8 mm), los cuales presentarán un crecimiento real frente a la meta de inflación del 1,9% como reflejo de los compromisos de la convención colectiva, y ii) los gastos generales ($43,9 mm), los cuales no se incrementarán en términos reales, ratificando así la política de racionalización del gasto en que está comprometida la Institución desde años atrás.

En resumen, el principal determinante para la realización de las utilidades proyectadas ($1.231,0 mm), se concentrará en el rendimiento de las reservas internacionales, por lo cual, la variación en las tasas de cambio de las monedas de reserva frente al dólar será una variable para considerar en la distribución de utilidades[35]; en tal sentido, el Banco debe constituir, entre otras, una reserva para fluctuación de monedas[36].

---

[33] El crecimiento de los volúmenes y valores de las operaciones de negociación, administración fiduciaria y custodia de valores, aunado a la reducción de costos en tecnología informática, permiten transferir a los usuarios de estos servicios parte de los beneficios obtenidos con el esquema tarifario anterior.

[34] Ello como consecuencia de la modificación al régimen de pensiones, aprobado con el Acto Legislativo número 1 de 2005.

[35] Para el primer semestre de 2006 el resultado por diferencial cambiario fue positivo, comportamiento que no necesariamente se puede replicar para el segundo semestre e incluso puede llegar a anular lo alcanzado a la fecha.

[36] 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.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

RECUADRO 4
RÉGIMEN DE CONTRATACIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

La Asamblea Nacional Constituyente de 1991 consagró al Banco de la República como el órgano del Estado que ejerce las funciones de banca central, con personería jurídica de derecho público, autonomía administrativa, patrimonial y técnica y un régimen legal propio (artículos 371 y 372 de la Constitución Política).

Dicho régimen legal propio, consagrado en la Ley 31 de 1992 y en los Estatutos de la entidad –expedidos mediante el Decreto 2520 de 1993–, reconoce la naturaleza especial de su actividad como banco central y de sus funciones como ejecutor de la política monetaria, cambiaria y crediticia a cargo de su Junta Directiva; por ello, establece que la organización, estructura, funciones y atribuciones y los contratos en que sea parte, se regirán exclusivamente por las normas contenidas en la Constitución Política, la mencionada ley y en los Estatutos.

Como consecuencia de lo anterior, la Ley 31 de 1992 consagró un régimen contractual especial, dentro del cual se prevé que los contratos que celebre el Banco se ceñirán al régimen de contratación propio expedido por su Junta Directiva, y en los casos no previstos por éste, a las normas comunes del derecho privado[1]. Lo anterior, dadas las funciones especiales que realiza, como son las de regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito, emitir la moneda legal, ser prestamista de última instancia y banquero de bancos, administrador de las reservas internacionales y agente fiscal del Gobierno, entre otras.

La existencia de un régimen de contratación propio se justifica, además, por la multiplicidad, diversidad y especialidad de las funciones y actividades que esta entidad debe llevar a cabo, dentro de las cuales se encuentran, entre otras:

a. El Banco de la República como ejecutor de la política monetaria, cambiaria y crediticia realiza contratos con las entidades del sector financiero para regular la liquidez de la economía o para intervenir en el mercado cambiario.

b. El Banco de la República como administrador de las reservas internacionales realiza contratos en los mercados internacionales para asegurar que la inversión de estos recursos se haga con criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Estos contratos se

[1] Artículos 52, de la Ley 31 de 1992, y 34, 66, 67 y 68 de los Estatutos

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

caracterizan por su complejidad y su naturaleza cambiante de acuerdo con las mejores prácticas de los mercados financieros. Cabe destacar en este punto que una visita de la Procuraduría encontró que los procesos de contratación en estos casos se hacen de acuerdo con lo previsto en la Ley 31 de 1992.

c. El Banco de la República como banquero de los bancos presta servicios al sector financiero, los cuales buscan facilitar el normal desarrollo de los sistemas de pago, como es el caso de la administración del Depósito Central de Valores y del sistema electrónico de negociación (SEN), el servicio de compensación interbancaria, las cuentas de depósito, los convenios de pago y de crédito recíproco con otros países, y el seguimiento y registro de las operaciones de cambios internacionales.

d. El Banco de la República como emisor de la moneda legal la produce en su imprenta de billetes y en su fábrica de moneda; para lo cual debe mantener actualizadas sus plantas industriales y adquirir materia prima con características especiales –como en el caso del papel– en donde se incorporan elementos de seguridad. Lo mismo sucede con las tintas usadas en los procesos de impresión y en los metales utilizados para producir la moneda, los cuales deben contar con adecuadas especificaciones para obtener las aleaciones requeridas.

La contratación que realiza el Banco de la República se desarrolla, en todos los casos, siguiendo los procedimientos internos que regulan la actividad y que tienen su fundamento en los principios de moralidad administrativa, igualdad, economía, celeridad, imparcialidad, eficiencia, eficacia, publicidad, responsabilidad y transparencia.

La aplicación de los procedimientos de contratación se determina de acuerdo con la naturaleza de los bienes o servicios que requiere la entidad, cumpliendo, sin excepción, etapas de planeación y estudios previos en las que se analizan la conveniencia y la oportunidad de realizar la contratación en aspectos presupuestales, técnicos y de mercado, análisis de riesgos, condiciones comerciales, invitación a varios proponentes para presentar ofertas, selección objetiva del proveedor, evaluación legal, técnica y económica de las ofertas y demás temas necesarios para determinar las necesidades de la entidad y la mejor manera de satisfacerlas.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.