

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

INTRODUCCIÓN

En diciembre de 2005 la inflación al consumidor se situó en 4,85%, por debajo de la inflación de 2004 (5,5%) y dentro del rango meta para el año, el cual fue fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) entre 4,5% y 5,5%; además, en los primeros meses del presente año se ha mantenido esta tendencia decreciente.

La reducción de la inflación ha tenido lugar al tiempo con una aceleración del crecimiento del producto. En los tres últimos años el producto interno bruto (PIB) de Colombia de fila ha aumentado 4,3% en promedio, y ha superado el crecimiento correspondiente de América Latina y el de países como Brasil y México.

El mayor dinamismo de la actividad económica ha respondido tanto a factores internos como externos. Entre los primeros se encuentran la confianza de consumidores e inversionistas, el crecimiento del gasto agregado y las mejoras en productividad; también ha sido esencial la contribución de las bajas tasas de interés reales y de la amplia liquidez que ha otorgado el Banco de la República a la economía durante años recientes, sin comprometer el cumplimiento de las metas de inflación. Entre los factores externos que han contribuido al dinamismo económico se destacan el crecimiento alto y estable de los principales socios comerciales de Colombia, el nivel favorable de los términos de intercambio y el aumento en los flujos de capital, principalmente en inversión extranjera directa (IED).

Es previsible que la actual coyuntura favorable se mantenga en el futuro inmediato. Encuestas a las empresas y a los hogares muestran niveles altos de confianza, lo cual permite esperar que la dinámica del gasto privado continúe a lo largo de 2006. En particular, la inversión privada se mantendría en niveles altos y con un componente importante de maquinaria y equipo, al cual suelen estar asociadas ganancias en productividad. Así mismo, la reducción en el desempleo, el crecimiento real de los salarios y la expansión del crédito de consumo deben estimular el consumo de los hogares tanto en bienes durables como no durables. Las proyecciones externas

también permiten prever que los términos de intercambio y el dinamismo de la economía mundial continuarán siendo favorables al crecimiento de las exportaciones.

El crecimiento sostenido de la economía colombiana en años recientes ha generado beneficios sociales en términos de reducción del desempleo y la pobreza. En efecto, entre diciembre de 2002 y diciembre de 2005, la tasa de desempleo a nivel nacional se redujo de 15,6% a 10,4% y, como lo ha mostrado el Departamento Nacional de Planeación (DNP), la proporción de la población que se encuentra por debajo de la línea de pobreza disminuyó de 54% a 49%.

Con el fin de consolidar estos avances, el principal reto que enfrentan las autoridades económicas consiste en afianzar un crecimiento alto y sostenido de la economía colombiana. Para lograrlo, es indispensable identificar los riesgos que podrían afectar negativamente la tasa de crecimiento económico. Una economía que alcanza una expansión tan importante como la que se obtuvo en 2004 y 2005 fortalece sus indicadores económicos y reduce su vulnerabilidad. Sin embargo, la propia dinámica de crecimiento implica nuevos riesgos que es preciso reconocer y enfrentar oportunamente.

Como es bien conocido, una excesiva apreciación del peso compromete la sostenibilidad del crecimiento al reducir la competitividad de las exportaciones y someter la producción interna a una severa competencia internacional. Esto hace a la economía colombiana más vulnerable a choques externos negativos en el futuro. La autoridad monetaria es plenamente consciente de dicho riesgo y ha actuado de manera coherente para prevenirlo. Con este propósito, desde septiembre de 2004 viene adelantando una política de intervención discrecional, a través de la cual adquirió US\$4.658 millones (m) en el año 2005 y US\$1.110,7 m adicionales entre enero y febrero de 2006. Durante ese mismo período vendió al Gobierno reservas por valor de US\$4.250 m, lo que le ha permitido a este último prepagar deuda externa costosa y sustituirla por endeudamiento interno. La intervención descrita ha sido un factor determinante para moderar el ritmo de apreciación en un entorno internacional de debilitamiento del dólar, sin que para ello se haya comprometido el logro de las metas de inflación.

Por otra parte, los cambios no previstos en el contexto externo, tales como choques a los términos de intercambio, pánicos financieros, contagio de otras crisis y demás factores que puedan originar una reversión de los flujos de capital, pueden también afectar el crecimiento. Una de las formas de reducir este riesgo es mediante la acumulación de reservas internacionales y la reducción de obligaciones de deuda externa de corto plazo, hasta un nivel que le permita a la economía sortear de la manera menos costosa posible eventos inesperados como los antes mencionados. A diciembre de 2005 las

reservas internacionales netas totalizaron US\$14.947,3 m, ubicándose en un nivel que se juzga adecuado, tal como se discute en el *Informe*. Un volumen de reservas internacionales adecuado reduce la probabilidad misma de que se presente una crisis externa y, en el evento de que ella ocurra, actúa como un colchón de financiamiento que minimiza la necesidad de hacer un ajuste abrupto en la economía. De esta manera, un mayor nivel de reservas internacionales reduce el costo de una eventual crisis en términos de la pérdida de producto y de empleo.

Otro aspecto sobre el que se viene haciendo un cuidadoso análisis en los *Informes de Inflación* es el de la posibilidad de que se presente un exceso de demanda agregada que dificulte el logro de las metas de inflación. La Junta Directiva se mantiene alerta sobre la existencia de este riesgo. Para evaluarlo hace un seguimiento riguroso del comportamiento de la economía a través de encuestas a los sectores productivos y del análisis de numerosas variables económicas. Con ello obtiene información sobre el grado de utilización de la capacidad productiva que ayuda a identificar oportunamente cuellos de botella que puedan traducirse en presiones de precios. Adicionalmente, la Junta Directiva tiene a su disposición numerosos modelos econométricos que le permiten evaluar las sendas más probables de la evolución futura de los precios y del producto, ofreciendo una herramienta fundamental para la toma oportuna de decisiones.

La estabilidad del sistema financiero es otro factor determinante del crecimiento que también es necesario preservar. La experiencia de 1999 fue clara en demostrar que una crisis del sector real lleva aparejada una crisis del sistema financiero, y que las dos se refuerzan entre sí. Consciente de este peligro, la JDBR adjudica particular importancia a la evaluación de este riesgo, utilizando las mejores técnicas aplicadas internacionalmente, cuyos resultados se presentan en el *Reporte de Estabilidad Financiera* que se publica semestralmente. La buena situación por la que atraviesa el sector financiero se refleja en indicadores de calidad y cubrimiento de cartera, rentabilidad y solidez patrimonial, que se encuentran en óptimos históricos. Aun así, la creciente participación de las inversiones en títulos de deuda pública (TES) en el balance del sistema financiero ha llevado a que su valorización represente una porción creciente de sus ingresos. Este hecho genera una mayor sensibilidad hacia cambios de tasas de interés por parte de las instituciones financieras. Los avances en la medición, regulación y monitoreo del riesgo de mercado son de vital importancia para la estabilidad del sistema financiero.

Algunos analistas han sugerido la existencia de un riesgo potencial asociado con el rápido incremento del valor de activos diferentes a los TES, en particular los precios de las acciones y de la finca raíz. El incremento en el precio de las acciones ha sido sustancial, y algunas de ellas podrían estar sobrevaluadas. Sin embargo, el riesgo para la economía de una caída de sus precios

es bajo, si se considera que solamente el 1% del portafolio de los hogares y de algunos intermediarios financieros está representado por estos activos. En cuanto a los precios de vivienda, en la actualidad no se identifica la existencia de una burbuja, sino una recuperación de los precios de la finca raíz, que revierte la drástica caída que se observó a finales de la década de los años noventa; además, a diferencia de lo ocurrido en la década pasada, los hogares no han financiado sus compras de vivienda con altos niveles de endeudamiento, por lo que la cartera hipotecaria aún registra tasas de crecimiento negativas. De otra parte, no es obvio que la política monetaria deba responder a variaciones en el precio de los activos, pues al tratar de hacerlo podría incrementar la volatilidad de la actividad real.

La autoridad monetaria tiene claro que el manejo de sus instrumentos de política, particularmente la tasa de interés, es una variable crucial para preservar la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, también es consciente de que no todo el peso de esta tarea puede recaer sobre un solo instrumento, por poderoso que sea. Por esta razón considera indispensable que la política fiscal complemente a la política monetaria en su propósito de obtener el mayor crecimiento posible en un contexto de estabilidad; para esto es primordial contar con un manejo fiscal comprometido en su esfuerzo de austeridad y saneamiento de las finanzas públicas. En este sentido, la Junta percibe como un desarrollo muy positivo el equilibrio fiscal que a nivel del sector público consolidado se alcanzó en 2005; este buen resultado fiscal contribuyó a reducir las presiones hacia la apreciación del peso, al moderar las necesidades de financiamiento externo; igualmente, los prepagos de deuda externa pública favorecieron este propósito, al ampliar el espacio de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario.

Hacia el futuro es importante mantener este equilibrio fiscal, y por tanto es indispensable emprender reformas estructurales en el campo tributario y de transferencias territoriales. La reforma tributaria no solo es necesaria para compensar la desaparición de ingresos transitorios –como los impuestos al patrimonio y a las transacciones financieras–, sino también porque contribuirá a hacer más eficiente y justo el sistema tributario, al eliminar exenciones y ampliar la base de tributación. Por su parte, el sistema de transferencias territoriales debe buscar un balance razonable entre la capacidad del Gobierno de generar ingresos y las necesidades de las regiones. Debe advertirse que sostener un equilibrio fiscal hacia el futuro podría requerir de un mayor esfuerzo, en la medida en que no se mantengan condiciones tan favorables como las presentes.

Como es usual, el presente *Informe* está organizado de la siguiente manera: el capítulo I reseña los principales resultados de la actividad económica y del empleo en 2005, y sus perspectivas para 2006; el capítulo II presenta los

resultados de la inflación y sus perspectivas; en el capítulo III se describen las acciones de política de la Junta Directiva del Banco de la República durante 2005, y la evolución de la tasa de cambio, las tasas de interés y los agregados monetarios; además, se analiza el comportamiento del crédito y de los indicadores de estabilidad del sistema financiero; el capítulo IV expone la evolución de las finanzas públicas y sus perspectivas para 2006; el capítulo V examina el comportamiento y las perspectivas de la balanza de pagos del país, en el capítulo VI se describe la situación y el manejo de las reservas internacionales, así como los indicadores de vulnerabilidad externa; finalmente, en el capítulo VII se presentan los estados financieros del Banco de la República al cierre de 2005 y la proyección de utilidades para 2006.

En este *Informe* también se incluye una serie de recuadros sobre temas que la Junta Directiva considera especialmente relevantes en la coyuntura económica actual: la relación entre el comportamiento del precio de los activos y el manejo de la política monetaria (Recuadro 1); una explicación de la tasa de cambio nominal y real, su importancia y sus determinantes (Recuadro 2); una evaluación de los riesgos actuales de crédito, de mercado y de liquidez del sistema financiero colombiano (Recuadro 3); la evolución del portafolio de los Fondos de Pensiones (Recuadro 4); las remesas de trabajadores y su impacto económico (Recuadro 5) y, finalmente, una explicación sobre la revisión del programa de administración externa de las reservas internacionales (Recuadro 6).

I. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO

El crecimiento de la economía en 2005 estuvo alrededor de 5,0%, desempeño que no se observaba desde hace una década; así, se completaron tres años de crecimientos por encima del 4,0% y se consolidó la fase de recuperación de la economía después de la crisis de finales de la década de los noventa. Desde 2003 el crecimiento promedio de la economía colombiana ha superado el crecimiento promedio en América Latina, y el de países como Brasil y México. El ritmo de crecimiento ha respondido a diversos factores, entre los que se encuentran las políticas de bajas tasas de interés, que se pudieron mantener gracias a la reducción de la inflación y a las condiciones externas, la confianza de consumidores e inversionistas y las mejoras en productividad y empleo.

Entre los factores externos que contribuyeron al dinamismo económico se destacan: el crecimiento alto y estable de los principales socios comerciales de Colombia, el nivel favorable de los términos de intercambio y los flujos de capital hacia los países emergentes. Junto con lo anterior, Colombia y la mayoría de países de la región observaron reducciones importantes en las primas de riesgo-país a lo largo de 2005, todos estos factores contribuyeron

a la apreciación del peso frente al dólar, del orden de 4,4% anual al cierre de 2005.

El entorno externo favorable y la política macroeconómica promovieron un aumento importante en el gasto agregado. El dinamismo de la inversión privada continuó y como porcentaje del PIB completó el segundo año consecutivo por encima de su promedio histórico; igualmente, se observó una recuperación del crecimiento del consumo privado, tanto de bienes durables como de no durables. Con las cifras de 2005, el consumo per cápita de los hogares alcanzó los niveles máximos que había tenido antes de la crisis de finales de los años noventa.

De otro lado, en 2005 las exportaciones tradicionales y no tradicionales observaron expansiones importantes en su valor en dólares. El crecimiento de la economía venezolana continuó ganando terreno en las ventas colombianas de productos no tradicionales, alcanzando niveles similares a los de otras economías, y las exportaciones no tradicionales hacia los Estados Unidos llegaron a un máximo histórico en dólares en 2005.

En 2005 las importaciones mostraron una aceleración, como resultado de la apreciación real de la tasa de cambio, del dinamismo de la inversión y de la mayor actividad económica. En efecto, la mayor parte del aumento en las importaciones corresponde a bienes de capital y bienes intermedios y, por tanto, refleja las condiciones favorables para la inversión y el dinamismo del aparato productivo. Adicionalmente, las compras al exterior de bienes de consumo muestran la mejoría en el ingreso de los hogares y su percepción respecto a su sostenibilidad futura.

El buen desempeño de la economía y las expectativas favorables han incidido positivamente en la generación de empleo. Así, en 2005 la tasa de desempleo se ubicó en 10,2% a nivel nacional y en 12,1% a nivel urbano.

A. Actividad económica

En 2005 el crecimiento económico superó las proyecciones privadas y oficiales. Las estimaciones más recientes sugieren que el PIB creció alrededor de 5%, mientras que la mayoría de analistas esperaba tasas de crecimiento que oscilaban entre 3,0% y 4,0%¹. Esta tasa de crecimiento está por encima del promedio histórico del último siglo y con ella el PIB per cápita superó, en términos reales, los niveles previos a la crisis de finales de la década pasada² (Gráfico 1).

¹ A la fecha de elaboración del *Informe*, no se disponía de los datos definitivos del crecimiento en 2005.

² El Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) se encuentra actualmente revisando el crecimiento de la industria para los años 2004 y 2005, lo cual afectaría el cálculo del PIB

Gráfico 1

Crecimiento real anual de la economía colombiana



PIB per cápita

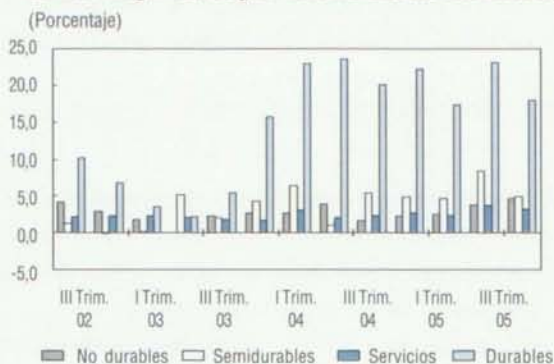


(*) Proyectado por el Banco de la República.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE), Departamento Nacional de Planeación (DNP) y Banco de la República.

Gráfico 2

Crecimiento real anual del consumo de los hogares, según naturaleza de los bienes



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

1. Demanda interna

Los hogares y los empresarios continuaron mostrando altos niveles de confianza, lo cual contribuyó al aumento en el consumo y en la inversión; por su parte, las bajas tasas de interés y las facilidades para el financiamiento interno y externo beneficiaron el crecimiento de la demanda interna. Esta dinámica también fue favorecida por la recuperación del empleo, la cual se viene observando desde 2004.

El aumento de la demanda interna privada y pública en 2005 fue especialmente notorio en la inversión y en la recuperación del consumo de los hogares. Este último creció a un ritmo promedio de 4,5% en los dos últimos años –un desempeño que no se observaba desde hace una década–. Además, por primera vez desde la crisis, se presentó un crecimiento importante en el consumo de todos los bienes y no solo de los bienes durables. En cambio, el consumo privado de servicios aún no muestra crecimientos como los de la mitad de la década de los noventa (Gráfico 2).

De otro lado, la inversión privada como porcentaje del

para dicho período. Ejercicios preliminares muestran que el crecimiento de 2004 podría ser 0,4% más, que el reportado hasta ahora, con lo cual llegaría a 4,4%; en cuanto a 2005, el crecimiento podría ser superior en 0,2% al esperado para todo el año.

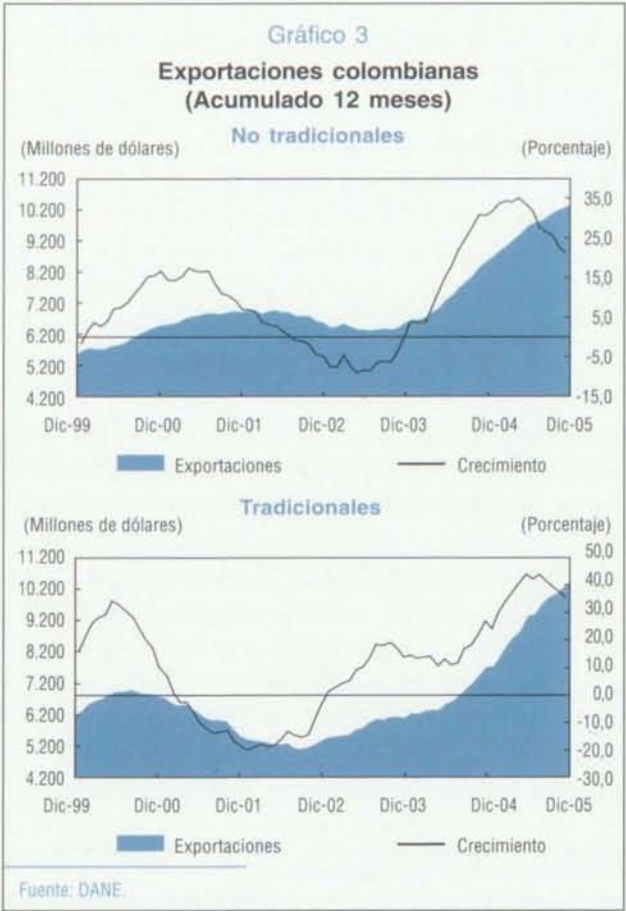
PIB por segundo año consecutivo estuvo por encima de su promedio histórico. Los inversionistas aprovecharon el buen ambiente económico y sociopolítico para los negocios (como lo muestran las mediciones de la Encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo), la amplia liquidez de la economía y las condiciones externas favorables para importar bienes de capital. Esto último promovió de forma importante el crecimiento de las importaciones, de las cuales más del 65% corresponde a bienes intermedios y de capital.

2. Demanda externa

Como se anotó anteriormente, el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia continuó contribuyendo al buen desempeño de la economía y favoreciendo las exportaciones no tradicionales (Gráfico 3). Su crecimiento en dólares fue importante hacia todos los destinos, en especial a Venezuela, México y Perú. Las ventas no tradicionales hacia los Estados Unidos se estabilizaron en la segunda mitad del año; además, es importante destacar que en 2005 los niveles de ventas de productos industriales a Venezuela y a los Estados Unidos son similares.

El panorama externo se completó con un comportamiento favorable de los términos de intercambio, principalmente para las exportaciones tradicionales. El precio del petróleo continuó con niveles históricamente altos, igual que el precio del carbón y del café; lo que llevó a un crecimiento importante de las exportaciones de bienes tradicionales en dólares, el cual fue en parte mitigado por la caída en los volúmenes vendidos de petróleo.

No obstante, en moneda nacional, las exportaciones totales de Colombia pasaron de crecer 10,4% en 2004 a cerca de 5,0% en 2005. Esta desaceleración en el crecimiento real de las exportaciones puede estar asociada,



entre otros factores, con las menores cantidades vendidas de petróleo, la apreciación real acumulada del tipo de cambio, y el menor crecimiento en la demanda proveniente de los Estados Unidos y de otros mercados (entre ellos Mercosur). Es probable que algunos productos colombianos estén enfrentando mayor competencia en esos mercados, como resultado, en parte, de la entrada de países como China en confecciones y algunos productos químicos (Gráfico 3).

Las importaciones mostraron una aceleración en 2005 frente al crecimiento de 2004, como resultado de la apreciación real de la tasa de cambio, del dinamismo de la inversión y del mayor crecimiento económico. Como se anotó anteriormente, existe una relación directa entre el crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo y las importaciones de bienes de capital. Las condiciones favorables para la inversión, las expectativas de estabilidad en el crecimiento, y la percepción de los hogares respecto a la sostenibilidad futura de sus ingresos, son factores que muy seguramente explican el crecimiento de las compras al exterior.

Como se explicará en detalle, junto con los buenos ingresos por exportaciones, también se registraron ingresos de capital a la economía originados en excedentes de liquidez existentes en los mercados internacionales, en bajos niveles de los indicadores de riesgo-país y en el diferencial de rentabilidades a favor de títulos en pesos colombianos. El efecto de todas estas entradas de capital sobre la apreciación del peso fue mitigado por la política de intervención cambiaria del Banco de la República, y por la decisión del Gobierno de efectuar prepagos de deuda externa y acumular activos en el exterior. En efecto, durante 2005 el Banco de la República realizó compras de divisas en el mercado cambiario por un valor de US\$4.658 m, operación que fue facilitada por la venta de divisas al Gobierno por valor de US\$3.250 m. Así mismo, el resultado neto de las operaciones del sector público consolidado fue una disminución de sus pasivos netos frente al resto del mundo, en una cuantía cercana a los US\$2.900 m, que incluye pagos netos de deuda externa por US\$1.256 m y acumulación de activos externos por US\$1.671 m. Entre enero y febrero de 2006 el Banco de la República compró US\$1.110,7 m en el mercado cambiario y vendió al Gobierno US\$1.000 m.

Las tendencias para 2006 apuntan a un crecimiento del PIB entre 4,0% y 5,0%, con una consolidación del consumo, tanto del sector privado como del público. Debido a una caída en la producción de petróleo crudo y a la estabilidad en la producción de café, se espera que las exportaciones crezcan cerca de 1,5% real en 2006 (Cuadro 1).

Con el consumo y la inversión creciendo a tasas importantes (de 5,4% y 15,4%, respectivamente), se espera que las importaciones crezcan a una tasa real cercana al 15%, la cual podría ser mayor dado lo observado a comienzos de año. En este contexto, el crecimiento en 2006 estará concentra-

do en los sectores no transables de la economía, principalmente en el comercio, transporte y comunicaciones, y la construcción privada y pública. Por lo tanto, se espera un crecimiento del PIB entre 4,5% y 5,0% (Cuadro 2).

Cuadro 1 Producto interno bruto por tipo de gasto (Crecimiento porcentual anual)			
	2004	2005 (*)	2006 (*)
Consumo final	3,9	5,0	5,4
Hogares	4,1	5,0	5,5
Gobierno	3,3	5,0	5,0
Formación bruta de capital	11,7	25,1	15,4
Formación bruta de capital fijo	12,8	18,2	12,3
FBCF sin obras civiles	21,9	17,1	12,8
Obras civiles	(19,1)	24,1	10,0
Demanda interna	5,3	8,8	7,5
Exportaciones totales	10,4	5,5	1,5
Importaciones totales	16,9	24,1	15,1
Producto interno bruto	4,0	4,9	4,5

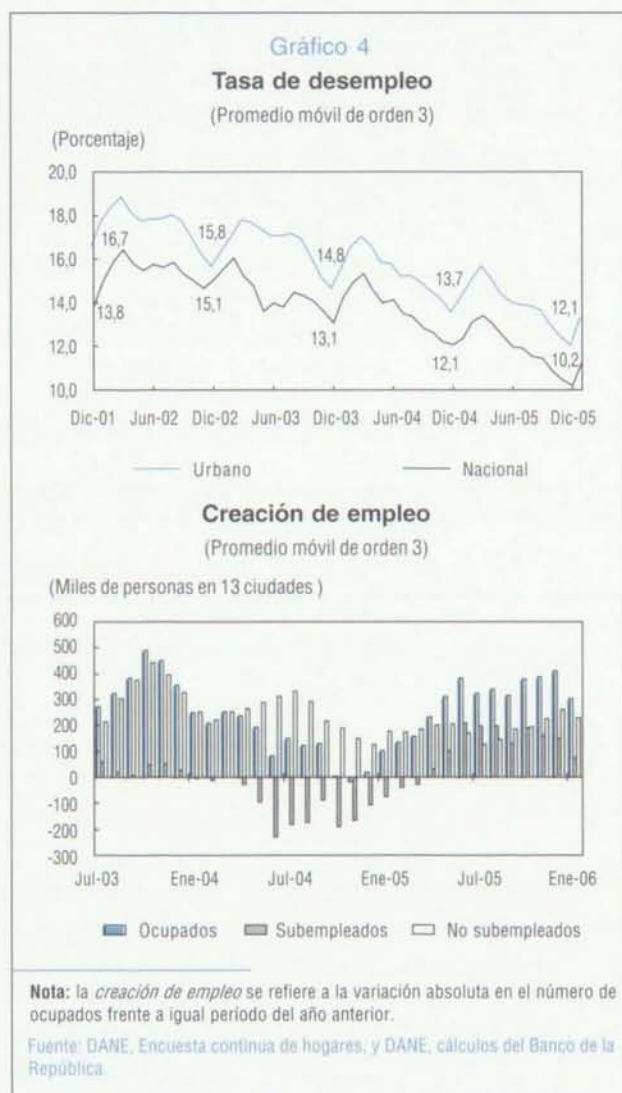
(*) Proyección del Banco de la República.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Cuadro 2 Producto interno bruto sectorial (Crecimiento porcentual anual)			
	2004	2005 (*)	2006 (*)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	2,5	2,9	1,9
Explotación de minas y canteras	2,2	3,5	0,7
Electricidad, gas y agua	2,8	3,4	2,6
Industria manufacturera	4,8	2,2	3,1
Construcción	9,7	10,0	6,1
Edificaciones	30,3	3,7	4,0
Obras civiles	(19,2)	24,2	10,0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,8	8,8	5,7
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,1	5,4	6,1
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	4,3	3,6	3,2
Servicios sociales, comunales y personales	2,7	4,2	5,0
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	12,2	9,9	5,5
Subtotal valor agregado	3,8	4,2	3,8
Producto interno bruto	4,0	4,9	4,5
Impuestos menos subsidios	6,9	14,4	12,4
Servicios financieros netos de SIFMI	1,9	1,4	2,3
Transables	3,6	3,4	3,3
No transables	4,3	5,8	5,2

(*) Proyección del Banco de la República.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

B. Empleo y desempleo

A lo largo de 2005 la tasa de desempleo, tanto a nivel nacional como urbano³, mantuvo una tendencia descendente y alcanzó el nivel más bajo de los últimos cinco años. En diciembre de 2005 la tasa de desempleo a nivel nacional fue 10,2% frente a 12,1% en el mismo mes del año anterior⁴; a nivel urbano, la tasa de desempleo descendió a 12,1% frente a 13,7% en 2004⁵ (Gráfico 4).



La disminución de la tasa de desempleo se explica principalmente por un aumento en el número de los ocupados. En el período 2004-2005 se crearon 494.000 empleos a nivel nacional y 315.000 en las 13 ciudades (Cuadro 3). Lo anterior representó un aumento anual del empleo de 2,8% y 4,0%, respectivamente. El aumento de la ocupación fue más que suficiente para absorber la nueva oferta laboral (el incremento de la población económicamente activa -PEA- y permitió la disminución en el número de desocupados.

La dinámica del subempleo a lo largo del año sugiere que la variación del número de ocupados está asociada con empleos formales. En efecto, a nivel nacional el subempleo contribuyó con menos del 12,0% al aumento en los índices de ocupación

³ Corresponde a la información para trece ciudades, las cuales son Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Manizales, Pasto, Bucaramanga, Pereira, Cúcuta, Ibagué, Montería, Cartagena y Villavicencio.

⁴ Corresponde a la información para el promedio móvil de orden 3; la información puntual para el mes de diciembre fue de 10,4%, frente a 12,1%.

⁵ Corresponde a la información para el promedio móvil de orden 3; la información puntual para el mes de diciembre fue de 12,2%, frente a 13,0%.

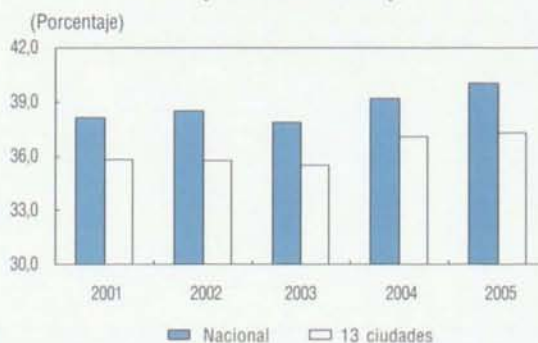
Cuadro 3
Estadísticas del mercado laboral
(Variación promedio anual del número de personas)

Período	Nacional			13 ciudades		
	Ocupados	Desocupados	Subempleados	Ocupados	Desocupados	Subempleados
2001-2002	114.022	178.421	647.325	234.669	(11.094)	319.977
2002-2003	846.653	(206.377)	(276.147)	317.837	(38.690)	30.597
2003-2004	111.011	(111.337)	(74.358)	120.777	(120.290)	(106.114)
2004-2005	494.074	(360.821)	55.385	315.706	(109.389)	115.666

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

(55.000 personas), mientras que a nivel urbano su contribución fue del 36,6% (115.000 personas). Lo anterior muestra una mejora en la calidad del empleo en las cabeceras municipales, diferentes a las de las 13 ciudades principales y en el área rural dispersa. Así mismo, la mayor incidencia del subempleo a nivel urbano presenta una tendencia decreciente a partir del segundo semestre del año.

Gráfico 5
Tasa de inactividad
(Promedio anual)



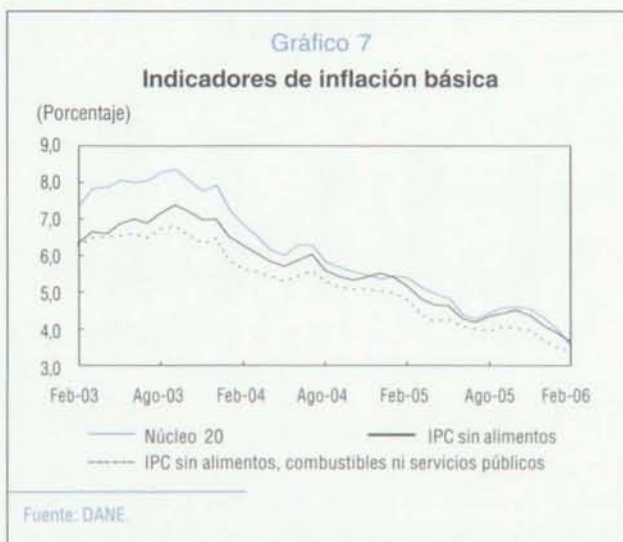
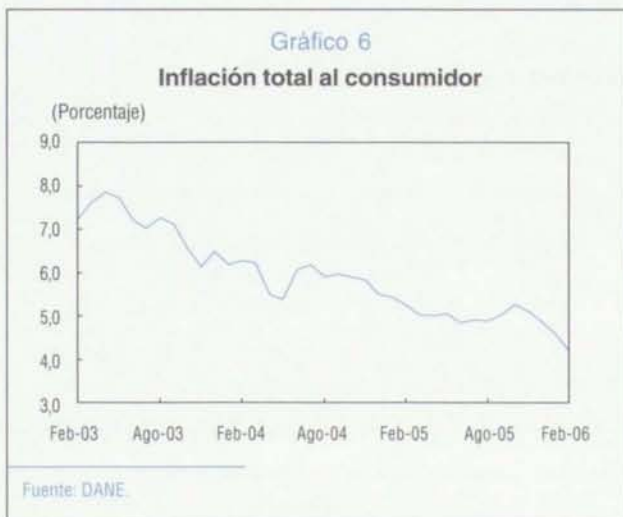
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

En síntesis, la evolución favorable de la tasa de desempleo en 2005 se explica por un incremento de la ocupación, y para el caso del total nacional, también por una disminución de la oferta laboral. El buen desempeño de la economía y las expectativas favorables han incidido positivamente en la generación de empleo. Teniendo en cuenta el pronóstico de crecimiento del PIB para 2006, se espera que la tasa de desempleo mantenga su tendencia decreciente a lo largo del año (Gráfico 5).

II. INFLACIÓN EN 2005 Y PERSPECTIVAS

A. Inflación al consumidor

En 2005 la inflación anual al consumidor fue de 4,85%, 64 puntos básicos (pb) menos que el valor registrado en diciembre de 2004 y dentro del rango



meta fijado por la JDDBR –entre 4,5 y 5,5% (Gráfico 6)–; de esta forma, se completaron dos años consecutivos de cumplimiento estricto de las metas de inflación.

La reducción de la inflación al consumidor en 2005 fue posible gracias a una caída pronunciada de la inflación sin alimentos, la cual pasó de 5,5% en diciembre de 2004, a 4,1% en diciembre de 2005 (Gráfico 7); por el contrario, para el año completo, la inflación de alimentos se incrementó 116 pb, terminando 2005 en 6,6% (Gráfico 8).

La inflación al consumidor continuó reduciéndose en los primeros meses de 2006, al ubicarse en febrero en 4,19%. Este resultado se explica tanto por una caída en la inflación de alimentos (5,4%) como en la inflación sin alimentos (3,9%). La reducción de esta última se debe principalmente a la menor inflación de bienes y servicios regulados (222 pb en los últimos dos meses), rubro que incluye las tarifas de los servicios públicos y los precios del transporte y de la gasolina. La caída en la inflación de regulados se explica por el comportamiento de las tarifas de acueducto y del transporte.

B. Inflación básica

El promedio de los indicadores de inflación básica que calcula el Banco finalizó 2005 en 4,0%, logrando un nivel mínimo histórico desde que se llevan estos datos. Uno de estos indicadores es la inflación sin alimentos, la cual se redujo en todos sus componentes, pero especialmente en bienes transables (determinados por el tipo de cambio, fundamentalmente) y servicios regulados. Las tendencias decrecientes en estos dos grupos ya se venían observando desde 2004.

De diciembre de 2004 a diciembre de 2005 la inflación de transables sin alimentos ni regulados pasó de 3,5% a 2,2% (Gráfico 9)⁶. Una reducción aún mayor fue la de los servicios regulados, cuya inflación pasó de 10,2% a 6,7% (Gráfico 10). Esta caída se presentó en sus tres componentes principales: combustibles, servicios públicos y transporte público. Pese a los reajustes presentados en el precio de los combustibles en 2005, estos fueron menores que los del año anterior, lo que permitió la caída del indicador de 16,9%, en diciembre de 2004, a 10,3% en diciembre de 2005.

En el transporte público se presentó una reducción igualmente considerable en su inflación anual (430 pb en todo el año), que fue posible por el aumento moderado o casi nulo de las tarifas del servicio para Bogotá, especialmente durante el último trimestre de 2005 (período



⁶ Hace referencia a la contribución de la desaceleración, es decir, tiene en cuenta el peso de la canasta.

para el cual años atrás hubo incrementos). Este comportamiento no deja de sorprender, dados los reajustes acumulados en el precio de los combustibles durante los dos años anteriores y, por lo tanto, no se puede descartar que el buen resultado de finales de 2005 sea efecto de la postergación de los reajustes para 2006.

Los reajustes en las tarifas de servicios públicos parecen haber ido evolucionando gradualmente hacia niveles más acordes con las metas del Banco

después de varios años de ajustes muy por encima de ellas como resultado del desmonte de subsidios, entre otras razones. Todo parece indicar que la adopción de nuevas fórmulas tarifarias a finales de 2005 sería compatible con reajustes más moderados en dichos precios para los dos años venideros.

Por su parte, la inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados también se redujo, aunque en una menor proporción. La cifra para diciembre de 2005 fue de 4,6%, frente a 5,3% registrada un año atrás (Gráfico 11).

En cuanto a arriendos, conviene recordar que la inflación anual de este componente había exhibido una tendencia creciente desde 2001 y hasta finales de 2004. Sin embargo, durante 2005 dicha tendencia se interrumpió e incluso dio señales de revertirse (en especial durante el tercero y cuarto trimestres): en diciembre se situó en 4,1%, 60 pb por debajo del dato de 2004⁷ (Gráfico 12).



⁷ Se debe señalar que en lo corrido del año la inflación de arriendos ha repuntado, y en febrero llegó a 4,5%. Dada la alta ponderación que este precio tiene en la canasta del consumidor (20,7%) y su

C. Inflación de alimentos

La inflación de alimentos tuvo una tendencia creciente hasta octubre, cuando alcanzó un máximo de 7%, y ha disminuido desde entonces (Gráfico 8). Usualmente los precios de los alimentos primarios suben en la primera mitad del año, y luego disminuyen en la segunda mitad gracias a la mayor oferta. Sin embargo, hasta octubre de 2005 no se había observado este comporta-

miento; esto explica la alta inflación anual de alimentos primarios para diciembre de 2005 (14,1%), considerablemente mayor que la registrada en el mismo mes en 2004 (4,5%) (Gráfico 13).

Por el contrario, la inflación de los alimentos procesados mostró una tendencia decreciente a lo largo del año; dentro de las causas de este desempeño favorable sobresale la caída en los precios internacionales y la apreciación del peso, factores que frenaron los aumentos en precios de alimentos importados como cereales y aceites.

D. Canales determinantes de la inflación en 2005

En términos generales, la inflación está determinada por cuatro factores fundamentales: i) los excesos de capacidad productiva; ii) los costos y salarios; iii) las expectativas y, iv) el tipo de cambio nominal; estas variables tienen una estrecha relación con los principales canales de transmisión de la política monetaria.

1. Excedentes de utilización

El uso de la capacidad productiva de la economía continuó aumentando durante el tercero y cuarto trimestres de 2005. Con base en la última información disponible, la mayoría de indicadores de utilización de la capacidad está retornando a sus niveles de largo plazo o se encuentra un poco por encima de ellos. El Gráfico 14 muestra el comportamiento de dos de los

nivel ya muy cercano a las metas, su comportamiento será decisivo para determinar el rumbo de la inflación básica y no transable en 2006.



Gráfico 14

**Utilización de capacidad instalada
(serie desestacionalizada)**



Capacidad instalada vs. demanda esperada

(Balance (*))



(*) Balance entre más que suficiente e insuficiente.

Fuente: Fedesarrollo.

indicadores más confiables, como son la utilización de capacidad instalada de la industria y la suficiencia de la capacidad productiva, para suplir aumentos en la demanda en los próximos doce meses. Ambos indicadores provienen de la Encuesta de opinión empresarial, de Fedesarrollo. Una reducción del último indicador significa que hay menores excesos de capacidad para responder a aumentos futuros en la demanda.

En conjunto, estos resultados sugieren que durante 2005 continuaron reduciéndose los excesos de capacidad productiva de la economía, a pesar del aumento en la inversión y en la productividad.

2. Costos y salarios

Durante 2005 los costos no fueron una fuente importante de presiones inflacionarias.

Aunque los salarios pudieron

haber registrado aumentos superiores a las metas de inflación, estos aumentos habrían sido compensados por aumentos en productividad. Existen evidencias en este sentido, en el caso de los incrementos en los salarios de la industria y del comercio: con cifras oficiales a octubre, el costo laboral unitario real de la industria (la relación entre el salario real por trabajador y la productividad real por trabajador) decreció 1,0% en lo corrido del año.

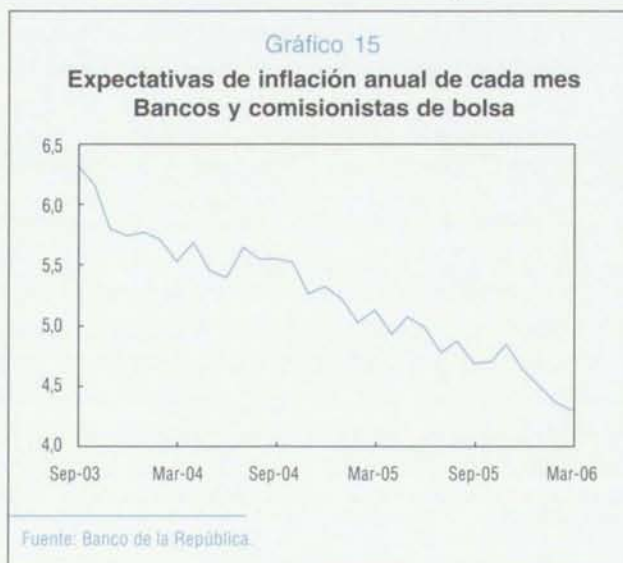
3. Tasa de cambio

La apreciación acumulada en 2005 permitió disminuir la inflación de transables en este año, manteniéndola en niveles muy inferiores a la de la inflación promedio y a la meta; sin embargo, el efecto de la apreciación sobre la inflación se ha atenuado en la medida en que la tasa de cambio ha

tenido un comportamiento más estable desde el segundo semestre del año pasado.

4. Expectativas de inflación

La Encuesta mensual del Banco de la República muestra claramente una disminución en las expectativas de inflación a doce meses (Gráfico 15); este resultado es corroborado por otras encuestas e indicadores de expectativas. Para 2006 las expectativas de inflación están alineadas con la meta de inflación.



Esta disminución de las expectativas de inflación ha contribuido sin duda alguna a la reducción de la inflación, tanto de transables como de no transables, y se convierte en uno de los logros más importantes de la política monetaria en la medida en que refleja una mayor confianza en la capacidad de la autoridad monetaria para conducir la inflación hacia la meta.

E. Perspectivas

En 2006 y 2007 la inflación estará determinada por los siguientes factores:

- Pocas presiones por el lado del tipo de cambio que permitirán mantener en niveles bajos la inflación de transables –para 2007, sin embargo, es probable que este factor desinflacionario pierda importancia–.
- Una inflación de regulados con alguna tendencia descendente, especialmente durante la primera mitad del año, que reduciría las presiones inflacionarias en 2006 en comparación con lo que sucedió en otros años. Los bajos reajustes que se esperan en las tarifas de servicios públicos serían el principal factor que contribuiría a dicha tendencia y compensarían aumentos en los precios de los combustibles por encima de la meta –para 2007, sin embargo, la probabilidad de que la inflación de regulados siga contribuyendo a la reducción en la inflación total es menor, por posibles aumentos adicionales en los precios de los combustibles y el transporte público–.

- Una inflación de alimentos en descenso que ayudaría al cumplimiento de la meta; dicho fenómeno se concentraría en la primera mitad de 2006 y no excluye la posibilidad de algún repunte hacia finales de año –para 2007 las reducciones en este frente son menos probables–.
- En contravía con los dos factores anteriores, que ayudarían a reducir la inflación, no se espera que la dinámica de la demanda interna contribuya en esta dirección, en la medida en que los excesos de capacidad productiva podrían empezar a generar presiones sobre los precios de no transables en el mediano plazo.
- Expectativas bajas y decrecientes de inflación y una mayor credibilidad en la política monetaria que facilitarían el cumplimiento de la meta en 2006.

En este contexto, los pronósticos de los modelos de inflación muestran que existe una alta probabilidad de cumplir la meta de inflación de 2006, que la JDBR fijó entre 4% y 5%. Se espera que la inflación de alimentos y en especial la de transables terminen el año en niveles inferiores al 4%; por su parte, la inflación de no transables se situaría cerca del punto medio del rango meta (4,5%).

RECUADRO 1

PRECIOS DE LOS ACTIVOS Y POLÍTICA MONETARIA

La década de los noventa se caracterizó porque las autoridades monetarias de varios países lograron estabilizar la tasa de inflación en niveles bajos (entre 1% y 4%). Sin embargo, la estabilidad de precios ha estado acompañada de una alta variación en los precios de los activos financieros y no financieros: países como Australia, Reino Unido, Japón y los Estados Unidos han enfrentado ciclos de precios de activos aún más pronunciados que los que se presentaron en las décadas de alta inflación (Borio *et al.*, 2003). Los auges y recesos en los precios de activos, el crédito y la inversión, se han convertido en una de las fuentes más importantes de inestabilidad económica tanto en países desarrollados como en países en desarrollo.

Una alta volatilidad en los precios de los activos es preocupante pues los desajustes financieros exponen a la economía a recesiones y probables deflaciones. Es por esto que los ciclos en los precios de los activos siguen representando un gran reto en el diseño de la política monetaria.

Las burbujas en ciertos mercados de activos son más preocupantes que en otros. Así, en los precios de la finca raíz tienen un mayor impacto que en los precios de las acciones debido, en parte, a que éstas tienden a reflejar en mayor medida las condiciones de crédito doméstico, mientras que los precios de las acciones tienden a reflejar fuerzas globales; por ejemplo, durante los años noventa, los países latinoamericanos experimentaron una gran expansión y posterior contracción tanto de los precios de la propiedad raíz como de los agregados crediticios. En general, cuando se presenta un auge en los precios de la vivienda, los hogares tienen una percepción de incremento en su riqueza, lo que les lleva a aumentar sus niveles de endeudamiento y, por ende, su vulnerabilidad financiera ante potenciales reversiones en los precios de la vivienda.

Igualmente, la probabilidad de que un auge en los precios de la vivienda termine en colapso es mayor que la de otros activos. Por ejemplo, Helbling y Terrones (2003) encuentran que, en los últimos treinta años, tan solo 25% de los auges en los precios de las acciones registraron una drástica reducción, mientras que un 50% de los auges en los precios de la vivienda terminaron en colapso. Las burbujas en los precios de la vivienda dan a sus compradores una percepción distorsionada del retorno que ellos deben esperar de su inversión, lo cual puede llevar a compras especulativas de finca raíz e inversión excesiva en acervo de vivienda, extensión de créditos y aumento del consumo. Cuando los precios de la vivienda colapsan, el proceso se reversa, deteriorándose la riqueza de los hogares, lo cual limita su acceso al crédito y reduce la inversión en propiedad raíz.

La pregunta que surge es si la autoridad monetaria debería subir las tasas de interés para desinflar la burbuja; este es un debate en el cual no hay consenso entre los economistas. Algunos argumentan que los bancos centrales deberían utilizar su política monetaria de manera preventiva elevando las tasas de interés para evitar que las burbujas en los mercados financieros crezcan (Cecchetti *et al.*, 2000; Borio y Lowe, 2003; Filardo, 2001, entre otros); esta estrategia requiere, sin embargo, gran precisión en la identificación de burbujas en los mercados de activos. Por el contrario, otros economistas sostienen que la naturaleza caprichosa de las burbujas sugiere que hay un gran potencial para que una autoridad monetaria muy activista sea imprecisa en el momento que se requiere actuar (Bernanke, 1999; Stokton, 2003; Goodfriend, 2003; Bordo y Jeanne, 2002). Así, puede ocurrir que el banco central comience a subir las tasas de interés cuando la burbuja ha empezado a colapsar, lo cual agravaría las consecuencias sobre la actividad real.

Adicionalmente, las técnicas disponibles para identificar si los precios de los activos se han alejado de sus valores de equilibrio, no son suficientemente confiables; algunos estudios sugieren que un indicador de alerta es cuando la relación crédito-a-producto y la desviación de los precios de activos de su tendencia es de 4 puntos porcentuales y de 40%, respectivamente. Borio y Lowe (2003) muestran que estos indicadores podrían

predecir el 55% de las crisis financieras con tres años de antelación. Infortunadamente, la detección de una burbuja (lo cual es difícil aun después de que la burbuja ocurre), es casi imposible en tiempo real.

La falta de consenso entre economistas y diseñadores de política se refleja en la renuencia de los bancos centrales a utilizar su instrumento de política monetaria para luchar contra la formación de las burbujas. La decisión de apretar la política cuando el producto está creciendo, y a la vez la tasa de inflación está controlada, es difícil de justificar ante el público y podría ser equivocada pues puede conducir a abortar un proceso de expansión sano de la economía.

De acuerdo con lo descrito anteriormente, a pesar de que los precios de los activos deben ser monitoreados de cerca para detectar posibles desajustes que pongan en peligro la estabilidad financiera, no parece pertinente que la autoridad monetaria reaccione mecánicamente a movimientos en los precios de los activos mediante incrementos en sus tasas de interés de política; esas tasas deben manejarse con base en una evaluación integral de las perspectivas de inflación al consumidor, dentro de la cual los precios de los activos son solo un elemento; en estas circunstancias, la supervisión financiera se convierte en un instrumento clave para evaluar riesgos que puedan prever el desencadenamiento de posibles burbujas.

La situación actual en Colombia

Gráfico R1.1

Índice General de la Bolsa de Colombia (*)

(Julio 3 de 2001 = 1,000)



(*) Datos a marzo 10 de 2006.

Fuente: BVC.

¿Qué ha ocurrido en el caso de Colombia con los precios de los activos y qué efectos pueden tener sobre la economía?

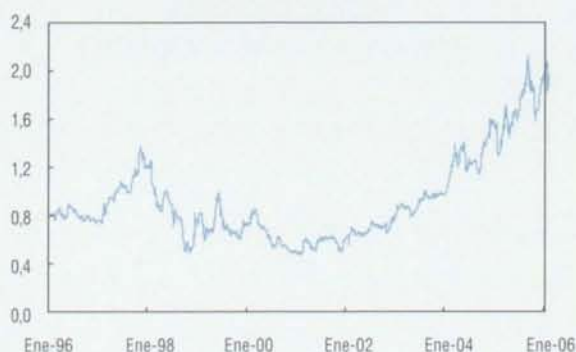
En el mercado accionario, desde comienzos de 2003 el Índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) muestra un fuerte aumento; ya en 2004 el incremento anual del índice fue del 86%, y en 2005 del 115% (Gráfico R1.1); además, en relación

con el valor patrimonial de las empresas, el precio de las acciones se encuentra muy por encima de los niveles de mediados de los años noventa (Gráfico R1.2).

Sin embargo, una distorsión en el precio de las acciones podría tener un efecto limitado sobre la economía, puesto que la participación de las acciones en los activos de los hogares es muy baja cuando se le compara con países desarrollados como los Estados Unidos. En efecto, el porcentaje de activos de los hogares en acciones es cercano al 1% en Colombia, frente a 20% en los Estados Unidos (Cuadro R1.1).

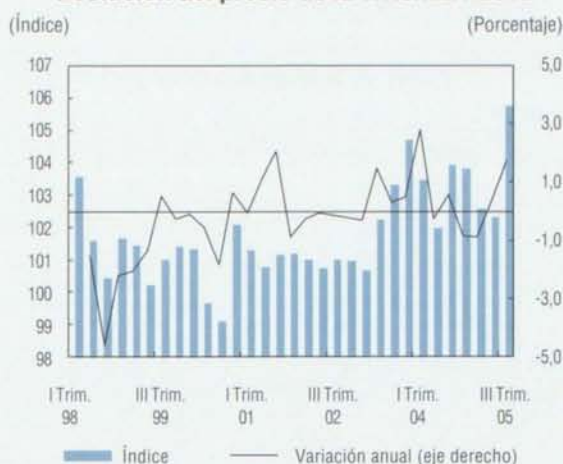
Contrario a lo que sucede con las acciones, la proporción de la riqueza de los hogares colombianos representada en vivienda alcanza niveles cercanos al 65% (frente a 21% en los Estados Unidos) (Cuadro R1.1). Esto hace que la economía sea más vulnerable a las burbujas en propiedad raíz. No obstante, en la actualidad no hay indicios de que tenga lugar una burbuja en el sector de vivienda: por un lado, aunque la evolución de los precios de la vivienda muestra una recuperación desde 1998, aún no presenta tendencias preocupantes (Gráfico R1.3); por otro, a diferencia de lo ocurrido a mediados de la década pasada, los hogares no han financiado sus compras de vivienda con altos niveles de endeudamiento, de tal manera que la cartera hi-

Gráfico R1.2
Índice de Q de Tobin



Fuente: Banco de Colombia.

Gráfico R1.3
Evolución del precio de la vivienda nueva



Fuente: DANE.

Cuadro R1.1
Composición de activos de los hogares
 (Porcentaje)

	Vivienda	Acciones	Otros activos	
			financieros	tangibles
Estados Unidos	21	20	50	8
Colombia	64	1	35	n.a

Fuente: Martha López, *Borradores de Economía* del Banco de la República, No. 372.

Gráfico R1.4
Cartera hipotecaria
(Tasas de crecimiento 2002-2006)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.5
Tasas de interés nominales



Fuente: Banco de la República.

potecaria aún registra tasas de crecimiento negativas (Gráfico R1.4).

Finalmente, un activo que resulta de particular importancia para el sistema financiero colombiano son los Títulos de Tesorería (TES). Los precios de los TES han aumentado considerablemente desde febrero de 2003, reduciendo la tasa de interés de largo plazo (Gráfico R1.5); aunque parte de esta valorización puede reflejar factores fundamentales, también podría asociarse con una burbuja en el precio de los bonos de la deuda pública. En este caso, en el futuro se podrían presentar movimientos a la baja en los precios de los TES. Esto subraya la importancia de una evaluación adecuada y perma-

nente de los riesgos de mercado asociados con estos activos. El análisis de este tipo de riesgo para el sistema financiero se presenta en el Recuadro 3.

REFERENCIAS

- Bernanke, B.; Gertler, M. (1999). «Monetary Policy and Asset Price Volatility», en *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter, 84(4), pp. 17-52.
- Bordo, M.; Jeanne, O. (2002). «Monetary Policy and Asset Prices: Does Benign Neglect Make Sense?», en FMI, *Documento de trabajo* No. 02/225.
- Borio, C.; William, E.; Filardo, A. (2003). «A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy?», en BIS, *Documento de trabajo* No. 127.
- Borio, C.; Lowe, P. (2003). «Imbalances or 'Bubbles'? Implications for Monetary and Financial Stability», en *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, pp. 247-270, editado por W. Hunter, G. Kaufman, y M. Pomerleano, Cambridge (MA), MIT Press.
- Cecchetti, S.; Gerberg, H.; Lipsky, J.; Wadhvani, S. (2000). «Asset Prices and Central Bank Policy», en *Geneva Reports on the World Economy*, No. 2. Londres, CEPR and ICMB.
- Goodfriend, M. (2003). «Interest Rate Policy Should Not React Directly to Asset Prices», en *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, pp. 445-457.
- Filardo, A. (2001). «Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Some Experimental Results», en *Research Working Papers*, Federal Reserve Bank of Kansas City, No. 01-04.
- Stockton, D. 2003. «Discussion», en *Asset Prices and Monetary Policy*, conferencia realizada en el Centro de Estudios Financieros H. C. Coombs, Kirribilli, 18-19 de agosto, pp. 281-86, editado por A. Richards y T. Robinson, Banco de la Reserva de Australia.

III. POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

A. Estrategia de inflación objetivo y acciones de política de la JDBR durante 2005

1. Estrategia de inflación objetivo

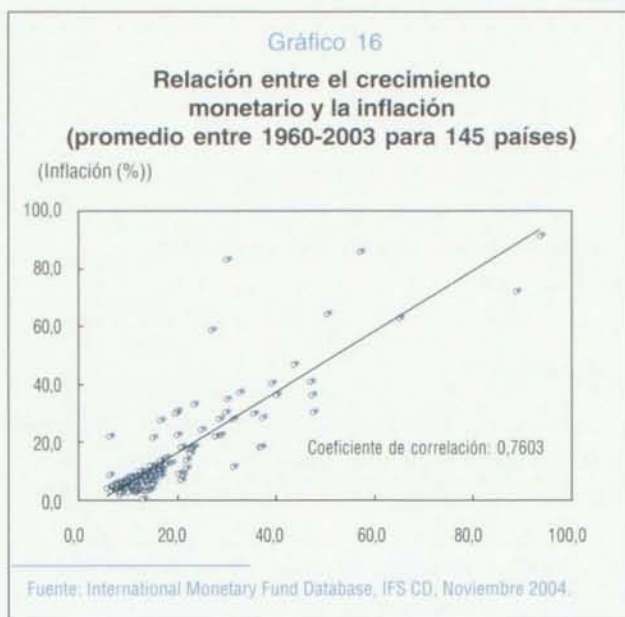
A partir de la experiencia de los países y de los avances de la teoría económica, las políticas del Banco de la República y de un gran número de bancos centrales en el mundo se centran en tres proposiciones básicas:

- La inflación baja y estable contribuye al buen funcionamiento de la economía y genera beneficios para las empresas y las personas.

- * Los bancos centrales son incapaces de influir de manera sostenida variables distintas a la inflación.
- * Cuando la inflación y las expectativas de inflación están cerca de su meta de largo plazo, la búsqueda de la estabilidad de precios contribuye a acercar el producto a un nivel cercano a su capacidad productiva.

Como se ha visto en numerosas publicaciones del Banco, los beneficios asociados con una inflación baja y estable son múltiples; entre estos podemos destacar los siguientes:

- La inflación baja y estable reduce el nivel y aumenta la estabilidad de las tasas de interés de largo plazo; esto promueve la inversión y la eficiencia en la asignación de recursos productivos.
- La estabilidad de precios evita redistribuciones injustificadas del ingreso, que afectan negativamente a los sectores de la población más débiles económicamente.
- La inflación baja y estable es parte esencial de la estabilidad macroeconómica, y esta última es una condición necesaria (aunque no suficiente) para alcanzar un crecimiento alto y sostenido del producto y del empleo.
- La estabilidad de precios aumenta el ingreso real y reduce la incertidumbre en la economía, lo cual contribuye al bienestar de la población.
- La inflación baja y estable promueve la profundidad del mercado de capitales y, a través de este canal, el crecimiento económico.



La experiencia de las economías muestra que en el largo plazo la política monetaria es la variable individual que más pesa en la explicación de las diferencias de inflación entre países. El Gráfico 16 es ilustrativo: en él se observa que, al considerar períodos prolongados (cuatro años o más), los países donde la cantidad de dinero crece a un mayor ritmo tienden a tener tasas más altas

de inflación. Por lo tanto, la política monetaria afecta los niveles de inflación en el largo plazo. En contraste, en períodos cortos (uno o dos años), la correlación entre las dos variables descritas es débil, en especial cuando las economías han alcanzado niveles bajos de inflación. En otras palabras, en el corto plazo hay factores diferentes a la cantidad de dinero que explican la inflación y, por ende, el comportamiento de la cantidad de dinero puede ser una mala guía para la toma de decisiones de política monetaria.

Lo anterior –los enormes beneficios de la inflación baja y el efecto de la política monetaria sobre la inflación– explica por qué los bancos centrales modernos tienen metas de inflación con las características antes descritas. Además, explica por qué para los bancos centrales modernos el control de la inflación es el objetivo primario de la política monetaria. Pero, ¿qué capacidad tiene la política monetaria para alcanzar o contribuir al logro de metas de desempleo bajo y crecimiento económico alto? La respuesta a esta pregunta nos conduce de manera directa a las proposiciones ii. y iii. de arriba.

En efecto, la política monetaria puede afectar la demanda real, el empleo y el crecimiento económico de corto plazo cuando, como es usual, hay rigideces de precios y salarios o ajustes no instantáneos en las expectativas de la gente. En consecuencia, en la medida en que exista capacidad ociosa de los factores de producción y la política monetaria sea expansiva, la reducción de las tasas de interés y el suministro abundante de liquidez primaria promueve la recuperación productiva y la generación de empleo. Así mismo, cuando la economía está operando por encima de su capacidad productiva y la política monetaria es restrictiva, el aumento en las tasas de interés y el menor suministro de liquidez primaria evita que la inflación se acelere y contribuye al crecimiento estable y sostenible del empleo y el producto. Por lo tanto, perseguir la estabilidad de precios no necesariamente impide que el banco central ejecute políticas contracíclicas que ayuden a mantener el producto alrededor de su (potencial) capacidad productiva.

Un caso diferente se presenta cuando la economía está funcionando por encima de su nivel de capacidad productiva. En ese contexto, una política monetaria expansiva acelera la inflación y crea desequilibrios insostenibles. La explicación de esto consta de dos partes: la primera es que el crecimiento de la capacidad productiva está determinado por factores de oferta, principalmente por el crecimiento de la fuerza laboral y su calidad educativa, el aumento del capital físico, la eficiencia general en la asignación de recursos productivos, la capacidad de absorción de la información tecnológica, la calidad de las instituciones judiciales y el grado de apertura o exposición a la competencia, todos estos, factores de oferta y reales; la segunda consiste en que los determinantes de la capacidad de oferta de las economías no están afectados de manera directa y significativa por la política monetaria; ésta

solo incide de manera directa y significativa en los componentes de la demanda agregada y, en el largo plazo, en la inflación.

De otro lado, se debe tener en cuenta que la inestabilidad del sistema financiero y el desarreglo de las finanzas públicas también imponen restricciones a la política de inflación objetivo (política monetaria en general); por tanto, un banco central puede alcanzar y mantener una inflación baja y estable (con todos los beneficios ya descritos), pero ello es menos costoso cuando la situación fiscal y financiera contribuyen a ese propósito. Por esta razón, entre otras, es clave la estabilidad y sostenibilidad de las finanzas públicas. También es fundamental, por ello, el permanente monitoreo por parte del banco central de la condición del sistema financiero y de sus clientes.

En síntesis, el objetivo primario de la política monetaria debe ser la estabilidad de precios; esto porque la inflación baja y estable tiene grandes beneficios, y la política monetaria tiene un efecto sistemático y sostenido en el nivel de la inflación. Adicionalmente, el mandato de perseguir la estabilidad de precios no impide que el banco central implemente políticas contracíclicas que ayuden a acercar el producto a su nivel potencial de capacidad productiva, suavizando de esta manera la intensidad del ciclo económico. Como se ilustra a continuación, estas ideas han sido la guía de las decisiones de política monetaria y cambiaria en el país.

2. Acciones de política de la JDBR en 2005

El año 2005 se caracterizó por una política monetaria amplia, con una inter-

vencción activa del Banco de la República en el mercado cambiario y una postura inalterada en términos de tasas de interés de intervención, hasta el mes de septiembre, cuando la JDBR la redujo en 50 pb (medio punto porcentual) (Gráfico 17); a partir de esa fecha y hasta su reunión mensual de marzo de 2006, la JDBR no había modificado su postura y mantenía inalterada la tasa de interés de los Repos de expansión en 6%.

De otra parte, como resulta-



ción cambiaria, durante 2005 el Banco de la República hizo compras discrecionales por US\$4.658 m, cifra superior en algo más de US\$1.700 m a las realizadas en 2004 (US\$2.905 m). En el año se efectuaron ventas de las reservas internacionales al Gobierno por US\$3.250 m (Cuadro 4); entre enero y febrero de 2006, la intervención del banco central en el mercado cambiario ascendió a US\$1.110,7 m, y las ventas de reservas al Gobierno a US\$1.000 m, con lo cual la intervención neta fue de US\$110 m, resultando inferior a la de 2005.

Los siguientes elementos facilitaron las decisiones de la JDBR de mantener una postura monetaria amplia:

- i. El cumplimiento de la meta de inflación de 2005 y su evolución en 2006 sugiere el cumplimiento de las metas establecidas.
- ii. Las expectativas de inflación han disminuido de manera importante, y en 2006 están más alineadas con la meta, que en años anteriores.
- iii. La apreciación sostenida del peso ha reducido la inflación de transables a niveles bajos y estables por debajo de la meta de inflación.
- iv. La inversión en maquinaria, planta y equipo ha crecido a tasas altas, lo cual puede reflejar aumentos en la capacidad productiva de la economía.

Lo anterior no significa que no existan riesgos inflacionarios a mediano y largo plazos; en particular, se deben tener en cuenta las siguientes fuentes potenciales de presiones inflacionarias futuras:

- i. La economía colombiana está creciendo en un contexto externo e interno favorable que ha posibilitado un incremento alto de la demanda interna (mayor a 6% en promedio); adicionalmente, se pronostica que estas condiciones se mantendrán, con lo que la dinámica del gasto agregado en la economía podría comenzar a inducir presiones inflacionarias de demanda.
- ii. En efecto, a pesar de la mayor inversión, los indicadores de actividad económica disponibles sugieren que los excesos de capacidad en la economía son cada vez menores.
- iii. Las tasas de interés reales de la economía se han mantenido en niveles bajos respecto de su patrón histórico por varios años, reflejando una política monetaria expansionista.
- iv. Los aumentos recientes en salarios, incluyendo el del salario mínimo, podrían comenzar a generar presiones de costos, aunque ello dependerá de la magnitud y permanencia de las ganancias en productividad.

Cuadro 4

Operaciones de compra-venta de divisas del Banco de la República
(Millones de dólares)

	2004	2005					2006		
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Acum. Ene-Dic	Enero	Febrero	Acum. Ene-Feb
Compras	2.904,9	773,8	841,3	1.935,0	1.108,3	4.658,4	454,7	655,9	1.110,7
Opciones Put	1.579,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para acumulación de reservas internacionales	1.399,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	179,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intervención discrecional	1.325,3	773,8	841,3	1.935,0	1.108,3	4.658,4	454,7	655,9	1.110,7
Ventas	500,0	1.250,0	0,0	700,0	1.300,0	3.250,0	600,0	400,0	1.000,0
Gobierno nacional	500,0	1.250,0	0,0	700,0	1.300,0	3.250,0	600,0	400,0	1.000,0
Compras netas	2.404,9	(476,2)	841,3	1.235,0	(191,7)	1.408,4	(145,3)	255,9	110,7

Fuente: Banco de la República.

- v. Los cálculos del Banco indican que la inflación de alimentos contribuiría a bajar la inflación en 2006, aunque podría operar en dirección contraria en 2007.

La existencia de estos factores sugiere que la política monetaria debe mantener una evaluación detallada y cuidadosa de la evolución de la economía y de sus perspectivas futuras, con el fin de evitar una dinámica insostenible del crecimiento económico y de los precios. Como lo muestra la experiencia internacional y la propia experiencia colombiana en la década pasada, movimientos de la economía por fuera de su senda sostenible terminan, a la postre, en crisis, aumento del desempleo y mayor pobreza.

B. Evolución de la tasa de cambio en 2005

1. Tasa de cambio nominal y real

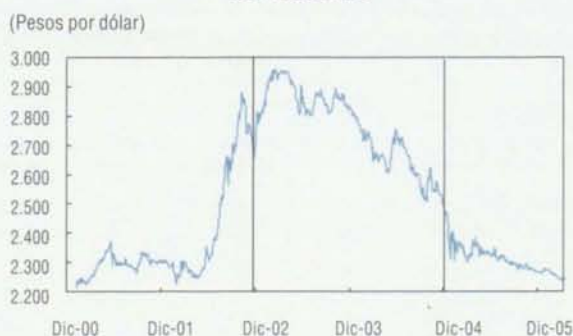
Al cierre de 2005 la tasa de cambio nominal del peso colombiano frente al dólar se ubicó en \$2.284, cifra 4,4% inferior a la registrada al final de 2004. Esto significó una apreciación de 3,0% anual en términos reales (al deflactar con el IPP), frente a la canasta de monedas de los países con los cuales comercia Colombia (gráficos 18 y 19 y Cuadro 5). A lo largo del año la tasa de cambio tuvo un comportamiento menos volátil, si se compara con los dos años anteriores.

Como se explica en mayor detalle en la siguiente sección, diversos factores han contribuido a que se mantenga la tendencia hacia la apreciación observada

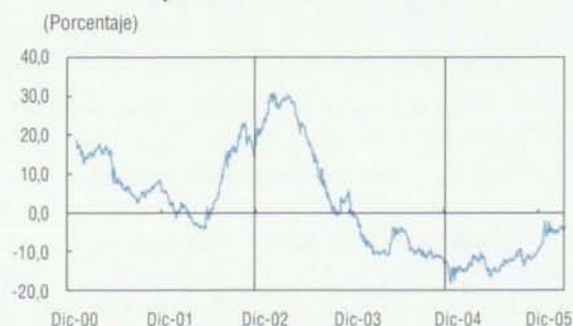
desde 2001 en casi todos los países de la región (Gráfico 20). Es usual que el contexto externo le imprima volatilidad a las tasas de cambio de las economías emergentes; recuérdese que la apreciación de los últimos años está revirtiendo la depreciación de finales de 2002 y comienzos de 2003, cuando las tasas de cambio nominal y real alcanzaron máximos históricos.

En pasados informes al Congreso⁸ se ha mencionado que la apreciación cambiaria de años recientes ha ocurrido en un contexto de bajas tasas de interés externas, impulsadas por las decisiones de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) de mantener bajas tasas de interés reales para estimular el crecimiento de la economía estadounidense⁹. Ello condujo a que los excesos de liquidez internacional se dirigieran hacia mercados atractivos para la inversión, por fuera de los Estados Unidos. El buen ritmo de crecimiento de las economías emergentes atrajo la confianza de los inversionistas, lo cual se reflejó, a su vez, en la reducción de las primas de riesgo de dichas economías, con el consiguiente efecto

Gráfico 18
Tasa de cambio representativa del mercado

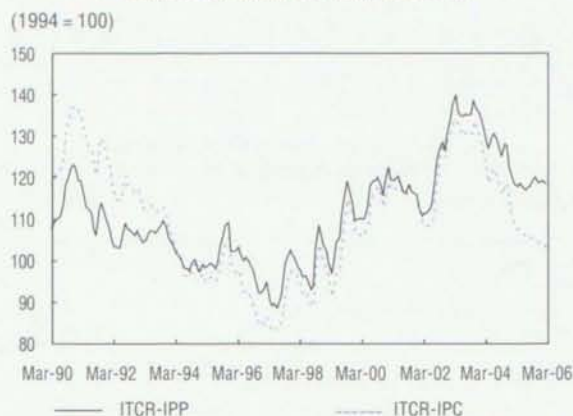


Depreciación nominal anual



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 19
Índice de tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

⁸ Véanse los informes al Congreso de marzo y agosto de 2005.

⁹ Al finalizar 2001, la Fed mantuvo una política monetaria expansionista, reduciendo en 500 pb su tasa de interés de referencia, ese año el crecimiento de la economía de los Estados Unidos fue de 0,8%.

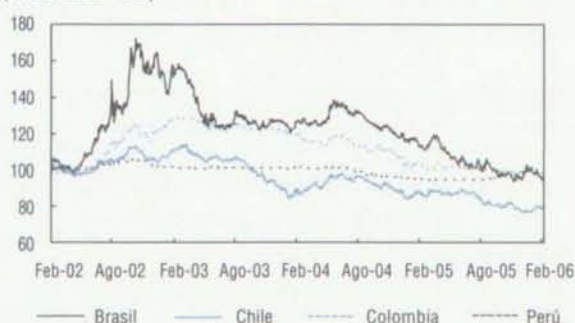
Cuadro 5
Tasa de cambio nominal y real

	Fin de período			Promedio del período		
	2004	2005	Feb-06	2004	2005	Ene-Feb 2006
Tasa de cambio nominal						
Pesos por dólar	2.389,8	2.284,2	2.247,3	2.626,2	2.320,8	2.265,2
Variación porcentual anual	(14,0)	(4,4)	(3,3)	(8,7)	(11,6)	(3,7)
Tasa de cambio real (IPP)						
Índice 1994 = 100	122,6	119,0	118,4	128,3	118,5	118,7
Variación porcentual anual	(9,8)	(3,0)	0,0	(5,7)	(7,7)	(0,3)
Tasa de cambio real (IPC)						
Índice 1994 = 100	113,5	104,8	103,6	120,4	106,8	109,5
Variación porcentual anual	(13,3)	(7,7)	(4,6)	(9,0)	(11,3)	(4,9)

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 20
Tasa de cambio de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar
(Índice de tasa de cambio nominal)

(Enero 2002 = 100)



Índice de tasa de cambio nominal para el euro y el yen

(Enero 2002 = 100)



Fuente: Bloomberg.

sobre la apreciación de las monedas en estos países y en especial en la región latinoamericana. Las monedas latinoamericanas que presentaron mayor apreciación nominal frente al dólar en 2005 fueron el real brasileño (12,1%), el peso chileno (7,9%) y el peso colombiano (4,4%).

El Cuadro 6 y el Gráfico 21 muestran qué le ha pasado al peso colombiano, en términos reales, frente a las monedas de sus principales socios comerciales, entre 2002 y 2005. Se observa que, si se compara con finales de 2001, al cierre de 2005 el peso colombiano se

Desde 2001 y hasta mediados de 2004 la Fed mantuvo las tasas de interés reales en niveles incluso negativos. Un análisis más detallado sobre la situación de la economía de los Estados Unidos se encuentra en el *Informe sobre Inflación* de enero de 2006.

Cuadro 6

Depreciación real y nominal del peso colombiano
(Porcentaje)

País	Ponderaciones	ITCN 1/		ITCR -IPP 1/	
		2005	2002-2005	2005	2002-2005
Industrializados (a)					
Estados Unidos	43,2	(5,5)	(1,2)	0,6	1,9
Europa 2/	10,3	(15,9)	31,1	(14,7)	16,7
Japón	2,6	(17,1)	6,5	(17,3)	(12,0)
Reino Unido	1,7	(14,0)	19,5	(13,1)	5,8
Suiza	2,9	(17,0)	25,1	(17,8)	3,9
Canadá	1,3	(1,1)	34,1	0,4	15,8
Suecia	0,5	(20,4)	31,1	(15,8)	17,5
Externa (a)	62,5	(8,7)	8,5	(3,9)	6,1
En desarrollo (b)					
México	5,0	(0,7)	(14,9)	0,5	(10,6)
Venezuela	12,0	(15,6)	(65,4)	(5,0)	(10,1)
Ecuador	6,6	(5,5)	(1,2)	(3,3)	(1,2)
Brasil	4,0	11,2	2,1	10,2	38,0
Chile	2,4	5,0	28,1	10,9	35,6
Perú	3,3	(9,3)	(0,9)	(8,5)	(10,1)
Panamá	3,3	(5,5)	(1,2)	(3,5)	(12,6)
Argentina	0,9	(6,9)	(67,3)	(2,2)	(64,9)
Externa (b)	37,5	(7,7)	(35,7)	(1,6)	(5,5)
Externa total	100,0	(9,4)	(16,0)	(3,0)	2,7
Otros países 3/					
China		(3,2)	1,2	(6,5)	(14,4)
Corea		(2,9)	24,9	(4,9)	12,3

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

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

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

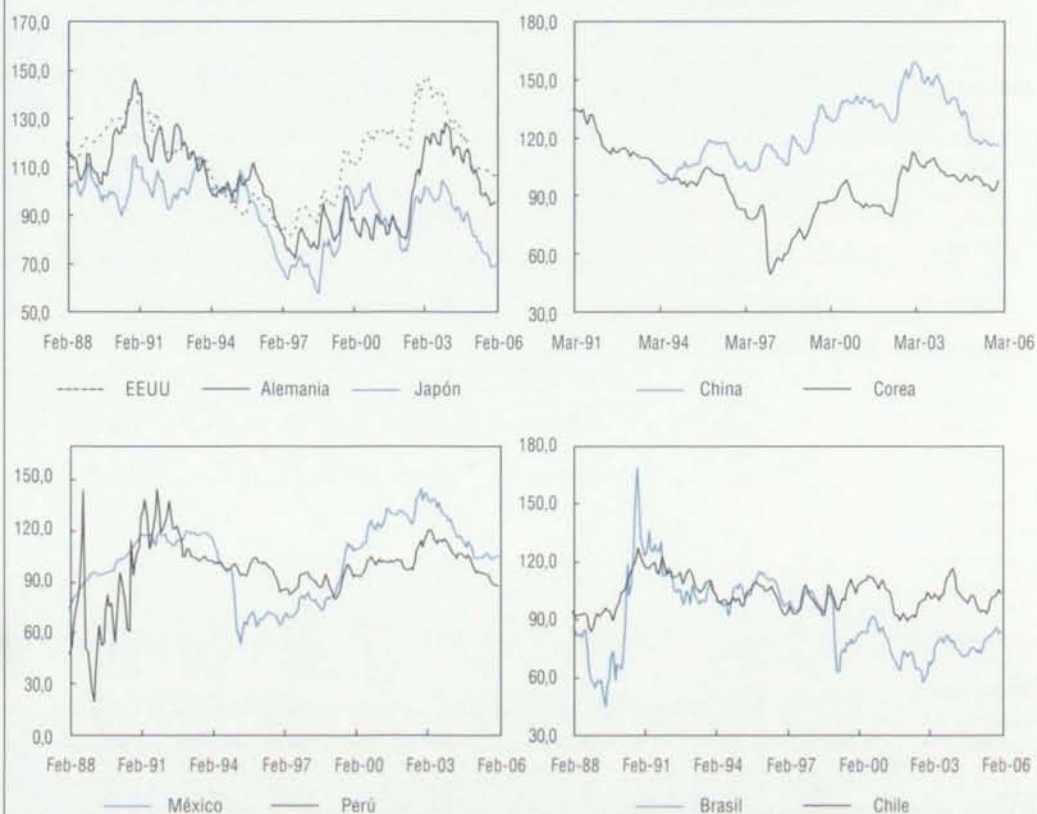
Fuente: Cálculos del Banco de la República.

encontraba depreciado en términos reales, con respecto al dólar de los Estados Unidos (1,9%), al euro (16,7%), a la libra esterlina (5,8%), al real brasileiro (38,0%) y al peso chileno (35,6%). Frente a otras monedas de la región, el peso colombiano se apreció: con respecto a México (10,63%), Venezuela (10,1%), Perú (10,1%), Argentina (64,9%) y Ecuador (1,2%). Nótese que entre 2002 y 2005 el peso colombiano mantuvo su valor en términos reales frente a los principales socios comerciales, e incluso mostró una depreciación real de 2,7%, no obstante la apreciación nominal de 16% entre esos dos años.

2. Factores que explican el comportamiento de la tasa de cambio durante 2005

Diferentes factores condujeron a que durante 2005 continuara la tendencia a la apreciación de las monedas de muchas economías emergentes, la cual

Gráfico 21
Índices de tasa de cambio real bilateral con algunos países
 (Media geométrica 1994 = 100)



Fuente: Banco de la República.

se había iniciado varios años atrás. Desde finales de 2001 los mercados internacionales enfrentaron bajas tasas de interés reales, sustentadas en una política monetaria expansiva por parte de la Fed. La baja rentabilidad y la desconfianza de los inversionistas sobre la sostenibilidad de los desbalances macroeconómicos en esa economía impulsaron la demanda por activos financieros por fuera de los Estados Unidos y generaron una depreciación del dólar con respecto a la mayoría de las monedas del mundo. Así, la amplia liquidez de los mercados internacionales fue atraída hacia las economías emergentes, las cuales experimentaron reducciones importantes en el indicador de riesgo-país. El buen desempeño de estas economías durante 2004 y 2005 mantuvo la confianza de los inversionistas y con ello la entrada de flujos de capital.

De otra parte, el buen desempeño reciente de la economía de los Estados Unidos, y en especial de China e India, ha impulsado el crecimiento mundial

y ha mantenido los precios de los productos básicos en niveles históricamente altos. Colombia, como los demás países de la región latinoamericana, no ha sido ajena a ese contexto externo y, además, se ha visto beneficiada del buen crecimiento de sus socios comerciales, que también se han visto fortalecidos por los altos precios del petróleo, lo que le ha garantizado una demanda externa en expansión.

a. Contexto internacional

Durante 2005 el crecimiento económico mundial fue mejor al inicialmente previsto, aunque inferior al observado en 2004. Las economías de los Estados Unidos y China siguieron impulsando el crecimiento, a pesar de los altos precios del petróleo y de los desastres naturales. En Japón, la actividad económica mejoró de manera importante, gracias al gran dinamismo de la demanda interna. De otro lado, la zona del euro tuvo una recuperación importante, producto del mejoramiento en las exportaciones y la inversión, y en menor medida en el consumo privado.

A pesar de los altos precios del petróleo, la inflación se mantuvo estable en las principales economías desarrolladas; en los Estados Unidos y la zona del euro la inflación básica a diciembre se ubicó en 2,2% y 1,5%, respectivamente, y los bancos centrales continuaron el ajuste gradual de las tasas de interés. En los Estados Unidos el ciclo de aumentos en la tasa de interés de referencia comenzó a mediados de 2004. Las motivaciones que tuvo el Banco Central para remover el estímulo de política monetaria fueron las cifras relacionadas con el crecimiento económico y la inflación. La economía parecía encontrarse sobre una senda de crecimiento sólido (lo cual se había visto reflejado en la recuperación del mercado laboral y la aceleración de las tasas de crecimiento de la producción) y se habían manifestado algunos aumentos en las tasas de la inflación básica, las compensaciones reales a los trabajadores y las expectativas de inflación de corto plazo.

En el transcurso de 2005, la Fed aumentó 200 pb su tasa de interés de referencia, ubicándola en 4,25% en diciembre, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) aumentó su tasa en 25 pb (a 2,25%) durante el mismo mes, siendo éste el primer ajuste desde junio de 2003 (Gráfico 22). Las autoridades





monetarias europeas habían considerado este ajuste varios meses atrás argumentando que la tendencia de crecimiento acelerado de los agregados monetarios presentaba riesgos al alza para la inflación. Sin embargo, estos incrementos no se reflejaron en aumentos similares en las tasas de interés de largo plazo, especialmente en los Estados Unidos (Gráfico 23). Debido a esto, la curva de rendimientos¹⁰ continuó aplanándose, manteniendo la tendencia que se observa desde hace más de un año. Como se ha señalado

en informes anteriores, las bajas tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos son el producto de una abundante demanda por títulos norteamericanos, como reflejo de un exceso de ahorro externo global proveniente principalmente de los países exportadores de petróleo y de otros productos básicos. Adicionalmente, las compras por parte de bancos centrales (especialmente los de Japón y China) y fondos de pensiones también han afectado el comportamiento de la curva de rendimientos.

A diferencia de lo que había ocurrido en 2003 y 2004, durante 2005 el dólar estadounidense se apreció con respecto al yen (14% en términos nominales), y al euro (13%). La depreciación de estas monedas frente al dólar obedeció a que los flujos de capital no se dirigían hacia Europa y Japón, por la debilidad relativa que mostraban sus economías. Desde diciembre, sin embargo, estas monedas se han fortalecido apoyadas por las mejores perspectivas de crecimiento (Gráfico 20).

Al igual que los países industrializados, las economías emergentes también mostraron un buen desempeño durante 2005. En el caso de las economías asiáticas, las principales fuentes de crecimiento continúan siendo las exportaciones.

La expansión económica de China sigue siendo vigorosa; su tasa de crecimiento anual se estima en 9,9% y aunque las exportaciones son aún su motor

¹⁰ La curva de rendimientos refleja la tasa de rendimiento ponderada de los títulos a diferentes plazos. En principio, la tasa de rendimiento debe ser mayor para los títulos de plazos más largos.

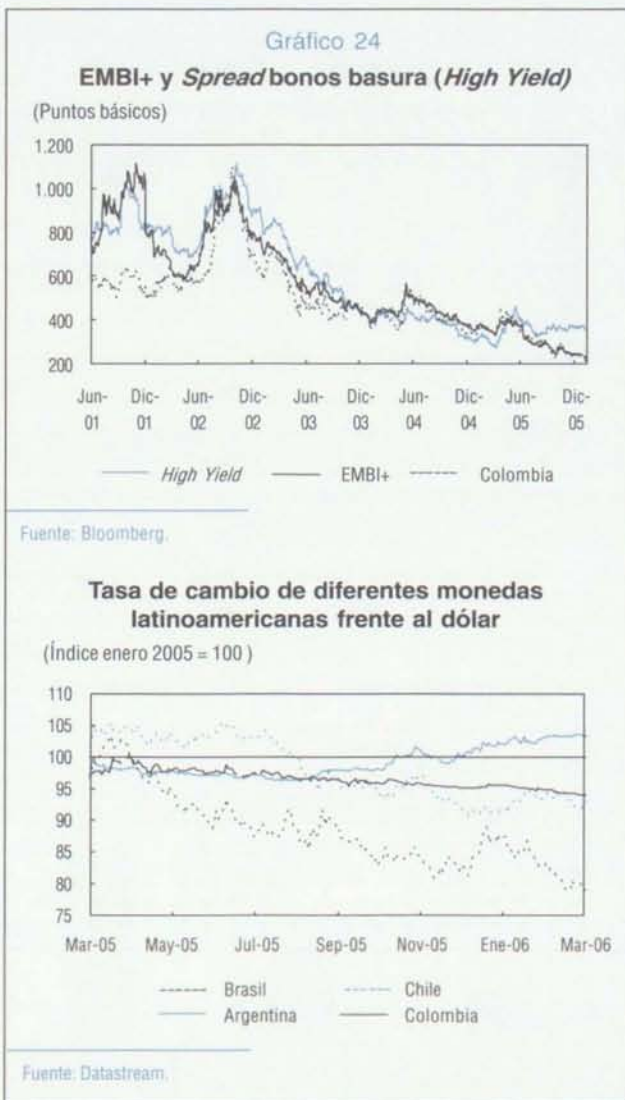
de crecimiento, éstas se desaceleraron durante 2005 debido, en parte, a la apreciación real del yuan (de 10,0%) frente a sus principales socios comerciales¹¹. La desaceleración de las exportaciones fue compensada por un importante fortalecimiento de la demanda interna, dentro de la cual sobresale la expansión de la inversión.

Para el caso de las economías latinoamericanas, incluida Colombia, la fuerte demanda externa, la amplia liquidez internacional y los precios relativamente altos de los bienes básicos de exportación continuaron favoreciendo el crecimiento de las exportaciones durante 2005; en este contexto, la prima de riesgo-país para las economías emergentes continuó cayendo, y en diciembre de 2005 se ubicó 150 pb por debajo de lo registrado en abril, mes en que había

tenido un repunte (Gráfico 24). El descenso en la prima de riesgo de Colombia fue mayor a 200 pb. Todo lo anterior contribuyó a que continuara la tendencia hacia la apreciación de la mayoría de monedas latinoamericanas frente al dólar en 2005.

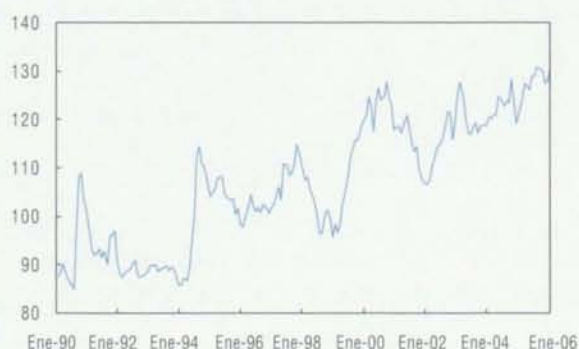
b. La apreciación en Colombia

Durante 2005 la economía colombiana continuó beneficiándose del contexto externo. Los términos de intercambio se mantuvieron en niveles históricamente altos y el crecimiento de los socios comerciales garantizó una demanda externa en expansión. Al mismo tiempo, el buen desempeño de la



¹¹ El yuan registró una apreciación nominal de 2,6% frente al dólar estadounidense en 2005. Fuente: J. P. Morgan, enero de 2006.

Gráfico 25
Términos de intercambio
(media geométrica de 1994 = 100)

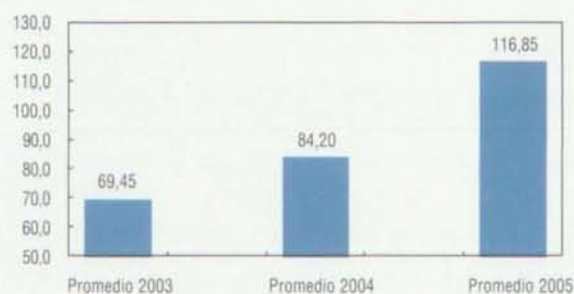


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 26
Precios internacionales del café y el petróleo (*)

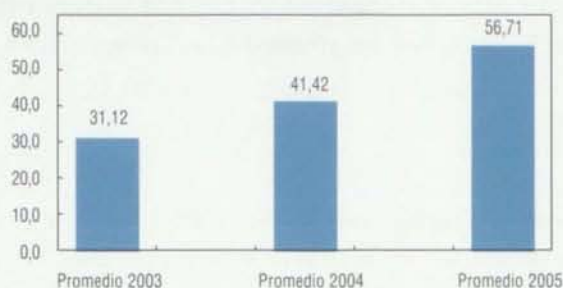
Café

(Centavos de dólar/libra)



Petróleo WTI

(Dólares/barril)



(*) Los aumentos en precios internacionales difieren de los de los productos nacionales por calidades.

Fuente: Datastream.

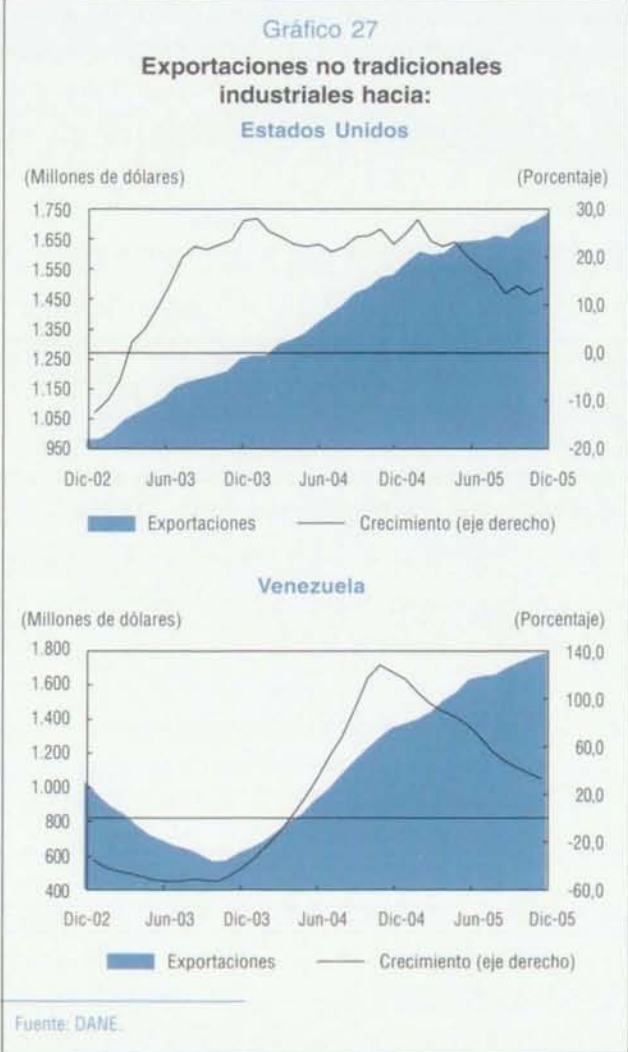
economía incentivó el permanente descenso en la prima de riesgo-país, lo cual, aunado a la amplia liquidez internacional y a las aún bajas tasas de interés externas frente a las internas, contribuyó a que continuara la tendencia hacia la apreciación del peso colombiano frente al dólar.

En 2005 se registraron aumentos adicionales en los precios internacionales de los principales productos de exportación del país: café (31% anual), petróleo (30% anual) y carbón (31,5%) (gráficos 25 y 26). Adicionalmente, los precios de bienes como el oro y el níquel aumentaron en 9,0% y 7,0%, respectivamente. Los términos de intercambio del país también resultaron favorecidos por la caída de precios de algunos productos importados como maíz, sorgo y trigo (12%, 12,4% y 1%, respectivamente frente al nivel promedio observado durante 2004).

En conjunto, la buena demanda externa impulsada por el crecimiento de Venezuela y los Estados Unidos, y el alto nivel de los términos de intercambio, terminaron favoreciendo al sector exportador, que obtuvo un aumento en la ventas totales de 26,6% en dólares corrientes. Por

sectores los crecimientos fueron importantes, tanto de productos tradicionales (35,3%) como no tradicionales (19,3%); y, por otro lado, Venezuela y los Estados Unidos se consolidaron como los principales mercados para nuestras exportaciones industriales (Gráfico 27).

Por otra parte, se estima que los ingresos netos por transferencias, de los cuales hacen parte las remesas y las donaciones del exterior, alcanzaron una suma del orden de US\$3.900 m, superiores en 7% a los registrados en el año 2004. En lo que respecta a los ingresos por remesas, las cifras preliminares indican que estos podrían ser levemente superiores al nivel sobre el cual se han mantenido en los dos años anteriores, que es cercano a los US\$3.200 m.



En cuanto a los flujos de capital que ingresaron a la economía en 2005, es importante resaltar que estos se originaron principalmente en operaciones de inversión extranjera directa (IED, US\$5.220 m) y, en menor medida, en operaciones de deuda externa y movimientos de portafolio (US\$857 m). El año 2005 fue especialmente atractivo para los flujos de IED, los cuales se vieron estimulados, en gran parte, por las decisiones de venta de algunas empresas del sector manufacturero y financiero (Coltabaco, Bavaria y Granahorrar, entre otras), así como por la firma de nuevos contratos de exploración de campos petroleros. Las entradas de capitales por IED fueron parcialmente compensadas con la política del sector público de prepagar su deuda externa e incrementar sus tenencias de activos en moneda extranjera, que en conjunto le significó una salida neta de US\$2.927 m.

Las presiones a la apreciación del peso generadas por todos los factores mencionados fueron mitigadas por la compra de divisas del Banco, buena

parte de las cuales se vendieron a su vez al Gobierno; de esta forma, el sector público contribuyó a contrarrestar parcialmente el exceso de divisas en el mercado. Un mayor detalle sobre los flujos de capital y operaciones de cuenta corriente durante 2005 se presentan en el capítulo V de este Informe.

RECUADRO 2

LA TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL, SU IMPORTANCIA Y SUS DETERMINANTES

Tasa de cambio nominal (TCN)

La tasa de cambio nominal se define como el precio de una unidad de moneda extranjera, en términos de la moneda nacional. Sus variaciones se conocen como devaluación nominal (depreciación) cuando la TCN aumenta, y como revaluación nominal (apreciación), cuando disminuye. Es común utilizar las variaciones del precio del dólar de los Estados Unidos expresado en pesos, como estimación de dicha medida; sin embargo, este indicador no siempre es la mejor aproximación, ya que también se debe observar la variación de nuestra moneda frente a las de otros países con los cuales comercia Colombia.

Es natural que la tasa de cambio nominal sea volátil y que su comportamiento futuro sea incierto. Como la TCN es el precio de un activo, puede verse afectada por las expectativas del mercado y por la información de que disponen los agentes. Así por ejemplo, sus variaciones pueden reflejar cambios presentes o esperados en variables económicas que modifican de manera permanente o transitoria el ingreso nacional. También puede ocurrir que los agentes anticipen un mayor (menor) ingreso de capitales foráneos, debido por ejemplo, a que perciben que las tasas externas continuarán bajas (altas) o, que se presentará una (un) mejora (deterioro) en la percepción de riesgo del país.

Tasa de cambio real (TCR)

La tasa de cambio real es un precio relativo que compara el valor, en una misma moneda, de una canasta de bienes en dos países diferentes. Un precio relativo refleja cuántas unidades de un bien se deben recibir a cambio de una unidad de otro y se obtiene al dividir el precio de un bien por el de otro artículo, expresados en la misma moneda. La TCR se expresa como:

$$TCR = E \times P^* / P$$

E : tasa de cambio nominal
 P^* : nivel de precios externo
 P : nivel de precios interno

Nótese que la TCR también se puede interpretar como una medida comparativa del poder adquisitivo de una moneda frente a otra. Un incremento de la TCR debido, por ejemplo, a una devaluación nominal o a una baja de precios internos, refleja un mayor poder de compra de la moneda extranjera en un determinado país, el cual incentiva la venta de productos nacionales hacia el exterior y desincentiva las importaciones.

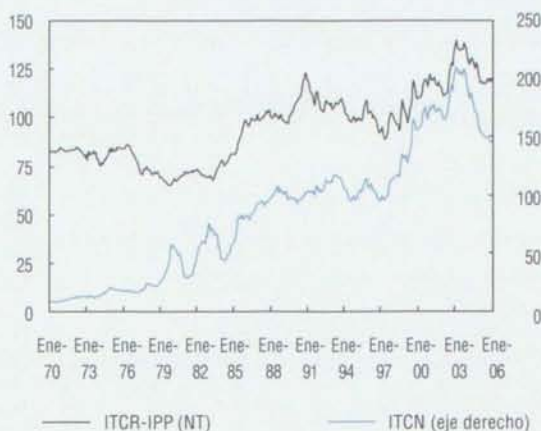
Pero lo anterior no necesariamente significa que una devaluación nominal genera una depreciación real de largo plazo. Ello depende del comportamiento de los precios externos e internos. Si la depreciación nominal está acompañada de un aumento en los precios internos superior a los externos la TCR podría, incluso, reducirse.

El Gráfico R2.1 muestra la evolución de la tasa de cambio nominal y real desde 1970. En promedio, entre 1970-1980 la tasa de cambio se depreció en términos nominales 17,7% por año. En términos reales, en cambio, se presentó una apreciación anual de 1,9% en ese período, en tanto que en la década de los años noventa hasta 1997 se presentó una depreciación en términos nominales de 0,4% por año y una apreciación anual en términos reales de 0,75%. En los años recientes, en particular entre 1997-2002, ambas tasas presentaron una tendencia a la depreciación (9,5% la nominal y 3,2% real).

Medición de la TCR

La TCR se utiliza para estimar la ganancia o pérdida del poder adquisitivo de nuestra moneda frente a otras. Además, permite seguir la evolución de la competitividad de nuestros productos. Los incrementos de la TCR (devaluación) se interpretan como una mejora en la competitividad, ya que los productos do-

Gráfico R2.1
 Índice de tasa de cambio real y nominal



Fuente: Banco de la República.

mésticos se hacen menos costosos que los productos de los otros países, en el mercado internacional. Por su parte, las reducciones de la TCR (apreciación) reflejan un incremento del precio de los productos nacionales respecto de los productos de los demás países y, por lo tanto, reflejan una menor competitividad.

Existen diferentes índices de tasa de cambio real, el primer paso en la construcción de un ITCR total es el cálculo de un índice bilateral con cada país —en el Banco de la República este cálculo se realiza para todos nuestros socios comerciales y para aquellos países con los cuales competimos en los mercados internacionales—.

Una vez se tienen los índices bilaterales con cada país, estos se agregan, mediante un sistema de ponderaciones, para obtener los ITCR totales. La ponderación que se utiliza para socios comerciales se basa en el comercio bilateral (total y no tradicional). Por su parte, para competidores, cada país se pondera por su importancia en los mercados externos en los cuales hay presencia de productos colombianos.

La diferencia entre estos criterios puede ser explicada considerando el caso de Venezuela y China: el primero es un socio comercial muy importante, pero no es un gran competidor de las exportaciones colombianas. Por el contrario, con China no tenemos un comercio bilateral significativo, pero es un competidor importante de las exportaciones colombianas (en particular en textiles y confecciones).

El Cuadro R2.1 muestra la evolución de la tasa de cambio real bilateral con nuestros principales socios comerciales y con la China: se observa que en la presente década la tasa de cambio real bilateral con socios comerciales y con competidores como China se encuentra más depreciada respecto de los niveles que tenía en la década de los noventa.

Cuadro R2.1
Índices promedio de tasas de cambio reales bilaterales
entre Colombia y sus principales socios comerciales

	Índice		
	1980-1989	1990-1999	2000-2006
Estados Unidos	90,8	104,2	125,3
Venezuela	111,2	113,1	170,3
Ecuador	90,7	91,9	114,4
México	70,8	92,5	128,6
Brasil	52,4	93,6	108,6
China 1/	173,0	125,2	135,7

1/ La información está disponible desde enero de 1986.

Fuente: Banco de la República.

Colombia, al igual que la mayoría de países, utiliza un método geométrico para agregar los índices bilaterales de los diferentes países. En un índice existen dos tipos de períodos base: el año base de las ponderaciones y el año base de comparación o referencia. El primero se refiere al período seleccionado como representativo de la estructura económica del país. El segundo es el año de referencia para hacer las comparaciones.

En Colombia, a partir de 2002, el índice se calcula con ponderaciones móviles actualizadas mensualmente. La idea con este procedimiento es involucrar los cambios en la estructura de comercio, y por tanto, la participación de cada país en el ITCR. De esta manera, la estructura de ponderaciones se va actualizando periódicamente. Se utilizan los 12 meses anteriores de información disponible, lo cual evita fluctuaciones del índice por efectos de la estacionalidad propia del comercio¹.

El Cuadro R2.2 muestra, por ejemplo, que durante el año 2005 Estados Unidos representó en promedio el 43,2% del comercio colombiano, mientras que en 2002 el comercio con

Cuadro R2.2
Participación en el comercio no tradicional
de los principales socios comerciales
(importaciones + exportaciones no tradicionales)

País	2002	2005
Estados Unidos	42,0	43,2
Venezuela	10,6	12,0
Ecuador	5,0	6,6
México	3,7	5,0
Brasil	3,8	4,0
Alemania	4,2	3,5
Perú	2,9	3,3
Panamá	3,7	3,3
Suiza	2,0	2,9
Japón	4,3	2,6
Chile	2,7	2,4
España	2,1	1,7
Inglaterra	1,4	1,6
Italia	2,2	1,6
Francia	2,9	1,5
Bélgica	2,0	1,3
Canadá	1,5	1,3
Argentina	1,1	0,9
Holanda	1,2	0,8
Suecia	0,7	0,5

Fuente: Banco de la República.

¹ En Colombia se utilizó un índice de ponderaciones fijas hasta el año 2002 (estructura de comercio de 1994); esa metodología establecía la estructura de ponderaciones constante durante un período de tiempo y estaba sujeta a la pérdida de representatividad cuando se producían cambios significativos en la estructura económica.

ese país representaba el 42,0% del comercio total. Por tanto, el cálculo de la ITCR bilateral y en la total recoge este cambio en la ponderación de los países.

Con respecto al año base que sirve de comparación para el índice, es necesario señalar que éste es arbitrario y no supone que en ese año la TCR haya estado en equilibrio. El número índice es un instrumento para medir variaciones, ya que su nivel, por sí solo, no tiene significado. Es decir, la selección de un año base es una condición necesaria para la construcción del índice y no está ligada con criterios económicos.

De otro lado, la TCR de equilibrio no es constante a través del tiempo debido a que los factores de los que depende pueden cambiar; por tanto, debe esperarse que cualquiera que fuera el nivel de equilibrio de la tasa de cambio real en 1994, éste no haya permanecido constante. Por todo lo anterior, bajo ninguna circunstancia se puede afirmar que el nivel óptimo de la TCR es el del año base (es decir, un valor del índice igual a 100), o que es conveniente alcanzar ese nivel.

Determinantes de la TCR

Dado que la tasa de cambio real es un precio relativo, su evolución está afectada por factores de oferta y demanda agregada en la economía. En particular, los determinantes fundamentales de la TCR son los factores que afectan la oferta y demanda de bienes transables (internacionalmente) y no transables. La literatura destaca principalmente los siguientes factores determinantes o «fundamentos»:

- La productividad relativa de los sectores transables frente a los no transables; un aumento en la productividad de los sectores transables en Colombia (respecto a la de los sectores no transables) genera una apreciación real del peso.
- El ingreso permanente de la economía: por ejemplo, el descubrimiento de un recurso natural (exportable) o un aumento permanente en las remesas de trabajadores, inducen una apreciación real del peso.
- El nivel de gasto, tanto público como privado: un mayor nivel de gasto produce una apreciación real, porque genera una mayor demanda por bienes y servicios no transables y con ello un aumento en su precio relativo.
- El comportamiento de los agentes respecto de sus activos y pasivos externos, al implicar cambios en la oferta o demanda de divisas en el mercado interno.

C. Tasas de interés, agregados monetarios y cartera

La política adoptada por la JDBR, de reducir sus tasas de interés de intervención en 75 pb en 2004 y 50 pb en 2005 ha contribuido directamente al descenso de la tasa interbancaria e, indirectamente, al de las tasas de interés de captación y colocación de la economía. En 2005, la tasa para los certificados de depósito a término fijo (DTF) registró una reducción nominal importante y relativa estabilidad real. Para el mismo año, las tasas de interés de los distintos tipos de créditos, en especial las de consumo, disminuyeron en mayor grado que las tasas del emisor. Con respecto a la liquidez, todos los agregados monetarios continuaron con una tendencia creciente, con tasas reales anuales promedio superiores a las registradas en los últimos cinco años, y mayores que la variación anual del PIB nominal. El crecimiento en 2005 del agregado amplio M3 se debió tanto al incremento del efectivo como al de los pasivos sujetos a encaje (PSE). Este último hecho incidió en una mayor demanda de reserva bancaria y, por consiguiente, en un aumento importante de la base monetaria.

1. Tasas de interés

a. Tasas de intervención del Banco de la República

En el mes de septiembre de 2005 la JDBR redujo las tasas de interés de intervención en 50 pb, después de haberlas mantenido inalteradas desde diciembre de 2004; como ya se mencionó, desde entonces la JDBR no ha

Cuadro 7
Tasas de intervención del Banco de la República
(Porcentaje)

Fechas de vigencia		Mínima de contracción (Lombarda)	Máxima para subasta de contracción	Mínima para subasta de expansión	Máxima de expansión (Lombarda)	Tasa interbancaria		
Desde	Hasta					Promedio del período	Fin de	Real
Dic-17-01	Ene-18-02	6,25	7,50	8,50	12,25	8,43	7,86	0,46
Ene-21-02	Mar-15-02	6,00	7,00	8,00	11,75	7,82	7,83	1,83
Mar-18-02	Abr-12-02	5,25	6,25	7,25	11,00	7,29	7,21	1,48
Abr-15-02	May-17-02	4,25	5,25	6,25	10,00	6,15	6,04	0,19
May-20-02	Jun-14-02	3,75	4,75	5,75	9,50	5,69	5,63	(0,58)
Jun-17-02	Ene-17-03	3,25	4,25	5,25	9,00	5,22	5,06	(2,17)
Ene-20-03	Abr-28-03	4,25	5,25	6,25	10,00	6,15	6,23	(1,50)
Abr-29-03	Feb-20-04	5,25	6,25	7,25	11,00	7,41	7,38	1,03
Feb-23-04	Mar-19-04	5,00	6,00	7,00	10,75	7,16	7,08	0,82
Mar-23-04	Dic-17-04	4,75	5,75	6,75	10,50	6,93	6,87	1,30
Dic-20-04	Dic-21-04	4,50	5,50	6,50	10,25	6,62	6,63	1,07
Dic-22-04 (*)	Sep-16-05	—	—	6,50	10,25	6,39	6,00	0,93
19-Sep-05	29-Dic-05	—	—	6,00	9,75	5,69	5,71	0,82

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

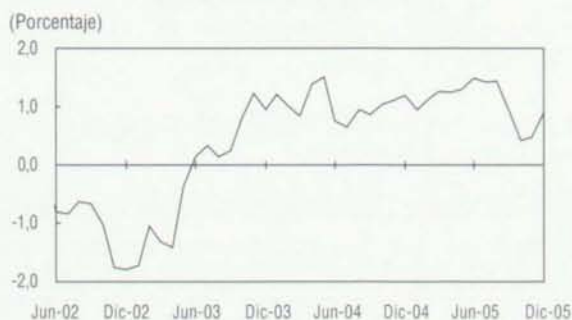
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria (tasa interbancaria).

Gráfico 28

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.

vuelto a modificar sus tasas de interés de intervención. De esta forma, las tasas de expansión por subasta y ventanilla se sitúan en 6,0% y 9,75% efectivo anual, respectivamente. Por su parte, las operaciones de contracción se han mantenido suspendidas desde diciembre de 2004 (Cuadro 7).

b. Tasas de interés de mercado

Al finalizar 2005, la tasa de interés interbancaria (TIB) se situó en 5,71%; registro inferior en 53 pb al observado en el último día hábil de 2004 (Gráfico 28). En términos reales, la TIB se mantuvo en niveles bajos durante el año -1,08% en promedio, frente al 1,04% registrado el año 2004- e, incluso, por debajo de la tasa de interés para operaciones de expansión del Banco. Este comportamiento se explica principalmente

por los amplios niveles de liquidez en el mercado interbancario y por la reducción de 50 pb en las tasas de intervención del Banco de la República el día 16 de septiembre de 2005.

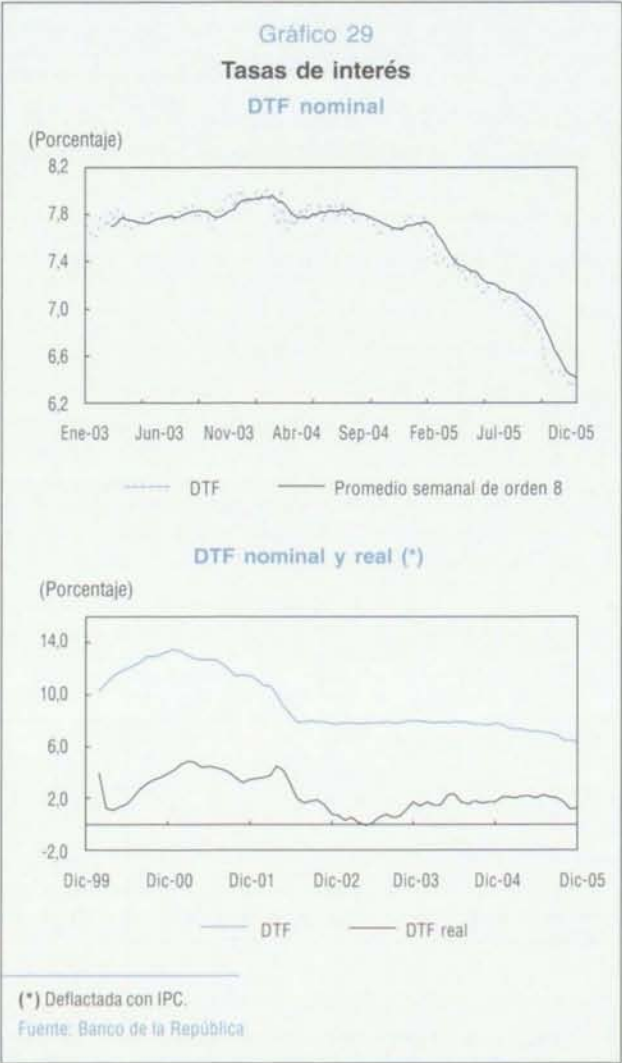
La reducción en las tasas de interés del Banco de la República, como era de esperar, se transmitió tanto a las tasas de captación como a las de los créditos en términos nominales. Con respecto a la DTF, su promedio se situó en 7,01% en 2005 -78 pb inferior al registrado en 2004-; no obstante, la caída de la inflación implicó que se presentara un ligero incremento en las tasas en términos reales (8 pb) (Gráfico 29).

En las tasas de interés de los créditos por destino económico también se observaron descensos importantes, y a finales de 2005 registraron los siguientes niveles: 22,7% para consumo (17,0% real), 15,6% para préstamos

ordinarios (10,2% real), 9,7% para crédito preferencial (4,6% real) y 8,4% para préstamos de tesorería (3,4% real). En todos los casos, la reducción fue superior a la de la inflación, implicando menores tasas de interés reales (Cuadro 8, Gráfico 30).

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

Durante 2005 el mercado interno de deuda pública se caracterizó por una tendencia a la baja en tasas de interés de los títulos, determinada principalmente por los siguientes factores: los buenos niveles de liquidez del sistema en pesos; la demanda de inversionistas internacionales por títulos de economías emergentes; la disminución de las expectativas de inflación; los buenos resultados de la economía, y la apreciación del peso y demás monedas latinoamericanas.

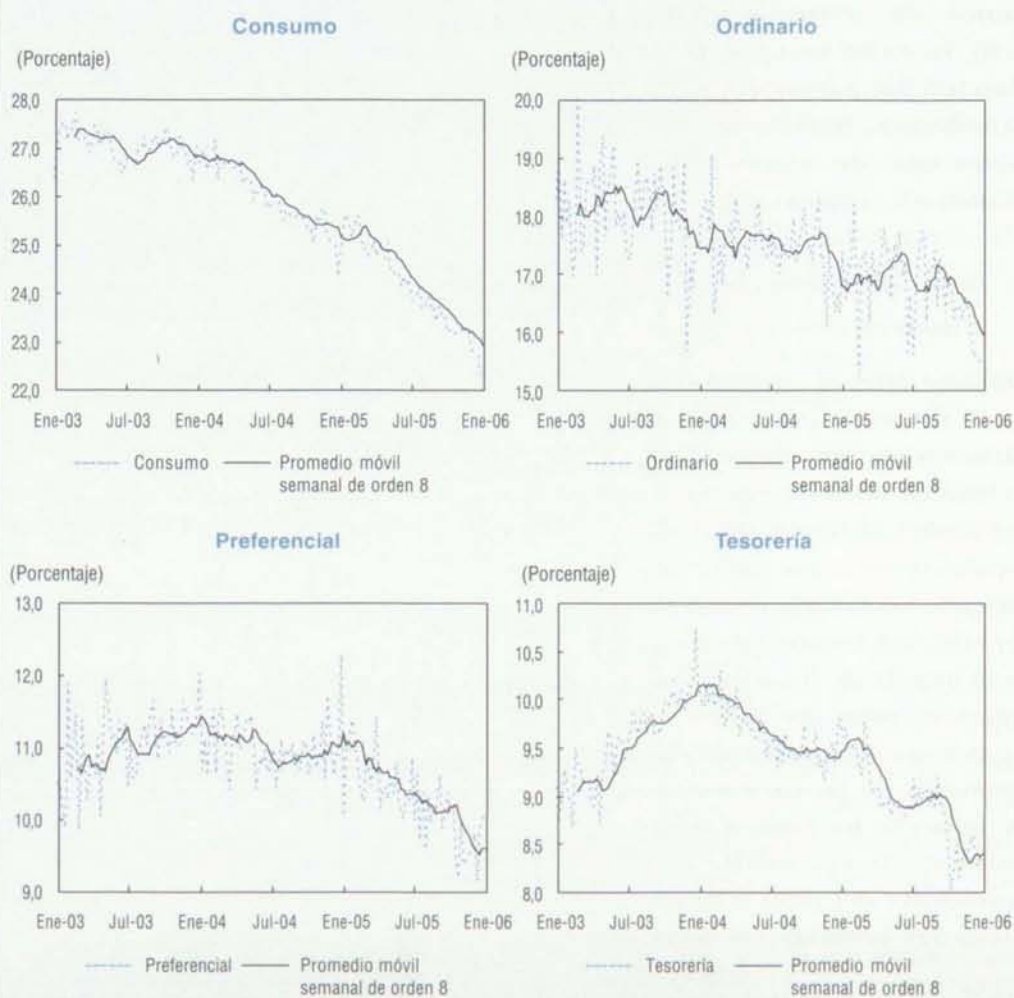


Cuadro 8								
Tasas de interés activas (*)								
Año	Consumo		Ordinario		Preferencial		Tesorería	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
2000	33,5	22,7	20,4	10,7	18,6	9,1	16,0	6,6
2001	31,3	22,0	19,4	10,9	14,1	6,0	13,9	5,8
2002	27,0	18,7	17,1	9,5	10,9	3,7	9,0	1,9
2003	26,7	19,0	16,8	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
Variación								
2005-2004 (pb)	(228)	(144)	(111)	(37)	(158)	(85)	(116)	(46)

(*) Datos fin de periodo.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 30

Tasas de interés de los créditos por destino económico



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

La caída en las tasas se vio interrumpida en algunas coyunturas particulares asociadas con la incertidumbre sobre la evolución de las tasas de interés externas. Este hecho generó que durante algunos períodos las tasas de negociación en el mercado secundario de los TES exhibieran una correlación importante con los títulos del Tesoro estadounidense.

A finales de marzo de 2005 se registró un aumento en las tasas de interés de los TES, asociado con la reunión de la Fed del día 22 de ese mes. En esa reunión la Fed no sólo aumentó en 25 pb la tasa de interés de los fondos federales, sino que manifestó su preocupación por las presiones inflacionarias

en la economía estadounidense, generando una percepción de aumentos más acelerados en sus tasas de interés. Esto produjo un incremento en la tasa de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos, seguido por un aumento de las tasas de interés de los títulos de deuda externa de economías emergentes y, finalmente, por el desplazamiento de la curva de rendimiento de los títulos de deuda interna.

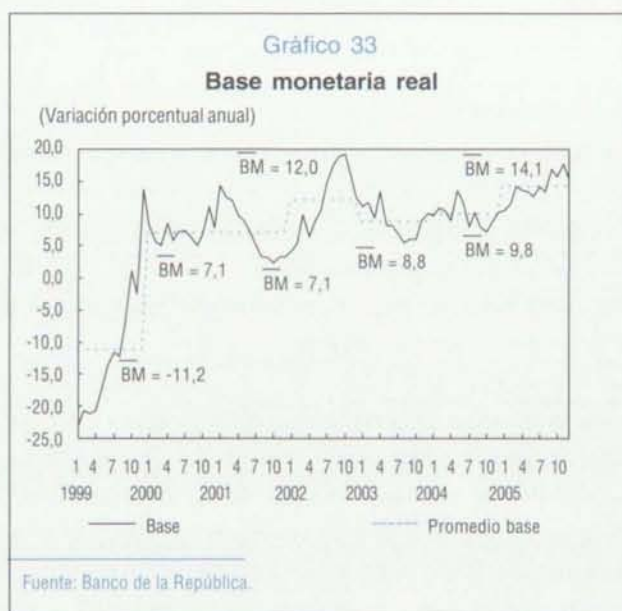
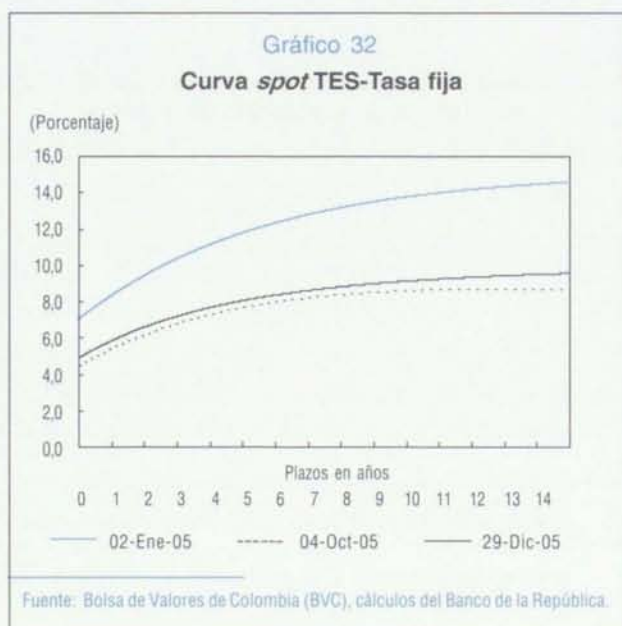
En los meses siguientes, la Fed continuó con aumentos paulatinos de 25 pb por reunión, en línea con lo es-

perado por el mercado, con lo cual, las tasas de negociación de los TES exhibieron una marcada tendencia a la baja hasta inicios del cuarto trimestre (Gráfico 31). El 4 de octubre de 2005 las tasas de interés de los TES alcanzaron mínimos históricos. A partir de esta fecha, y hasta el 14 de octubre, se registró un aumento en las tasas de negociación en el mercado secundario de los TES, propiciado nuevamente por el cambio de expectativas acerca de la evolución de los mercados internacionales.

Este comportamiento estuvo asociado con la posibilidad del comienzo de un ciclo de aumentos en las tasas de interés del BCE, insinuada en las declaraciones de su presidente J. C. Trichet, en las que manifestó que estaba preparado para subir las tasas de interés en cualquier momento. Este hecho generó un debilitamiento de las monedas de América Latina y una caída en los precios de la deuda externa de los países emergentes. El indicador de riesgo-país para Colombia, EMBI Colombia, tuvo un aumento de 27% en este período. Por su parte, la curva cero cupón de los TES tasa fija en pesos registró un aumento promedio de 96 pb, que se devolvió parcialmente entre finales de octubre y noviembre.

Finalmente, el dato de crecimiento del tercer trimestre de la economía (5,75%) y la inflación del mes de noviembre (5,1%) –que hacía evidente el cumplimiento de la meta de inflación– permitieron que la curva cero cupón de los TES tasa fija en pesos cerrara el año en los niveles cercanos a los niveles mínimos de octubre (Gráfico 32).





2. Agregados monetarios

En 2005 la base monetaria presentó un crecimiento promedio anual de 19,9%, con lo cual se completaron seis años de crecimiento de la base, superior al crecimiento del PIB nominal (Gráfico 33).

Según los usos de este agregado, el fuerte 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 23,4% en términos nominales, y de 17,5% en términos reales. El crecimiento promedio anual del efectivo fue de 18,5% nominal y 12,8% real (Gráfico 34).

De acuerdo con las fuentes de expansión de la base monetaria, el crecimiento de dicho agregado durante 2005 se debió a: i) la liquidez originada por la compra neta de divisas por parte del Banco de la República \$3.239 miles de millones (mm) (que corresponde a la intervención discrecional por \$10.757 mm, menos la contracción genera-

da por las ventas de divisas al Gobierno, \$7.519 mm); ii) los mayores montos de Repos de expansión (\$1.539 mm); iii) la expansión neta por \$897 mm, debido a las operaciones de compra y venta de TES, y por el efecto contraccionista de los rendimientos por vencimientos de títulos durante el período (\$334 mm); iv) una contracción de \$2.636 mm, por los mayores depósitos del Gobierno en el Banco de la República¹², y v) la expansión neta de \$505 mm originada en otros factores asociados con el P y G del Banco (Cuadro 9).

¹² Debido a que el traslado de utilidades hacia el Gobierno en 2005 se realizó en dólares (US\$196 m), no tiene efecto monetario.

En 2005 el nivel promedio de los medios de pago (M1), tuvo un incremento de 18,2% anual, 3,2 puntos porcentuales (pp) por encima del registrado en 2004. Este crecimiento fue ocasionado tanto por el efectivo como por los depósitos en cuenta corriente, cuyo crecimiento fue de 18,5% y 18,0%, respectivamente (Gráfico 35).

El agregado monetario amplio (M3), aceleró el crecimiento iniciado a comienzos



Cuadro 9
Fuentes de la base monetaria
(Miles de millones de pesos)

	Variación anual		
	Dic-03	Dic-04	Dic-05
I. Gobierno	914	(236)	(2.636)
Traslado de utilidades 1/	830	803	0
Pesos	830	803	0
Dólares		0	0
Depósitos en el Banco de la República	83	(1.039)	(2.636)
II. TES regulación	568	(2.524)	897
Compras definitivas	893	1.023	5.230
Ventas definitivas		(2.972)	(4.000)
Vencimiento	(325)	(575)	(334)
III. Repos	1.492	(1.058)	1.539
Expansión 2/	1.386	(1.086)	1.539
Contracción	106	28	0
IV. Divisas	(703)	6.194	3.239
Opciones de acumulación	(703)	4.183	0
Intervención discrecional	0	3.264	10.757
Venta de divisas al Gobierno	0	(1.252)	(7.519)
V. Otros 3/	239	272	505
Variación total de la base	2.510	2.647	3.543
Saldo de la base	16.615	19.262	22.805

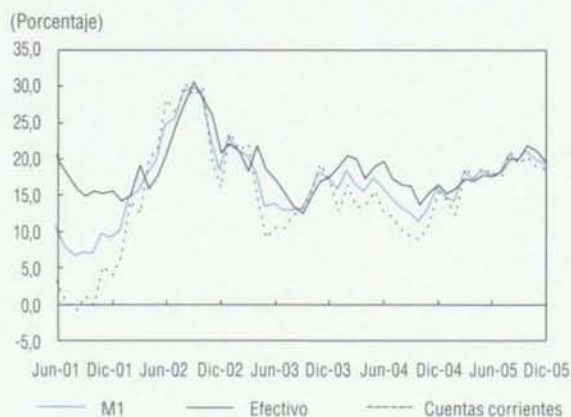
1/ En el año 2003 de los \$1.483 mm que se le trasladaron al Gobierno por utilidades \$651 mm (US\$220 m), se realizaron en divisas, por lo que esto no tiene efecto expansionista; del mismo modo, en 2005 de la totalidad de utilidades entregadas al Gobierno \$454 mm (US\$195,9 m) fueron en dólares.

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

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

Fuente: Banco de la República.

(Tasas de crecimiento anual del promedio mensual)



Fuente: Banco de la República.

de 2001 (Cuadro 10, Gráfico 36), alcanzando tasas muy superiores al ritmo de la actividad económica, de 17,9% y 12,3% en términos nominal y real, respectivamente.

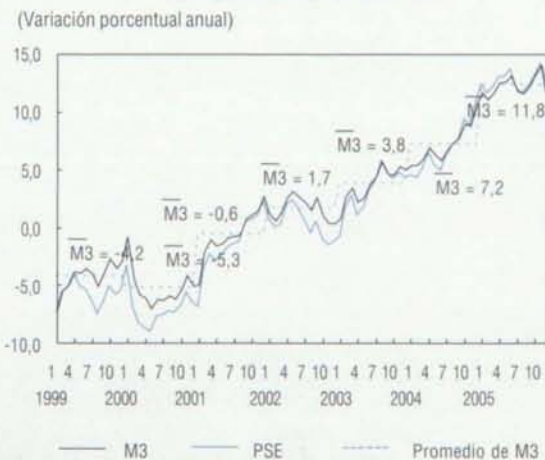
Por componentes, la dinámica del M3 fue determinada por un crecimiento del efectivo de 18,5% anual y de los PSE de 18,2% anual, el cual fue mayor en 5,2 pp al registrado en 2004. Los depósitos de ahorro y las cuentas corrientes, los cuales representan más del 55% del total de PSE, fueron los que presentaron las variaciones más representativas, con 29,6% y 18,0%, respectivamente. Así mismo, los CDT ratificaron su recuperación con una tasa de crecimiento promedio anual de 10,6%, y los bonos emitidos por los establecimientos de crédito siguen con su tendencia creciente con una variación promedio anual de 26,3%.

En el Cuadro 11 se muestra que los depósitos privados en los establecimientos de crédito tuvieron un creci-

miento anual de 18,2%, siguiendo con la dinámica presentada en 2004, debido a la revaluación persistente que produce una recomposición de los portafolios privados hacia moneda nacional. De esta forma se puede observar que los CDT privados tuvieron un crecimiento entre diciembre de 2004 y diciembre de 2005 de 10%, y de los depósitos de ahorro privado de 26,8%.

Por otro lado, la dinámica de los depósitos públicos en el sistema financiero se redujo de manera importante, con un aumento de 6,4% con respecto a diciembre de 2004. Ello fue resultado de la adopción del nuevo esquema de

Agregado amplio M3 real



Fuente: Banco de la República.

Cuadro 10
Agregados monetarios

	Base	Efectivo	Reserva	M1	Cuasidineros	M2	PSE	M3
Variación porcentual nominal anual del promedio mensual de datos semanales								
Ene-04	16,5	19,0	9,9	15,8	9,9	11,6	11,0	12,0
Feb-04	17,9	20,5	11,4	18,4	9,5	12,1	10,9	12,0
Mar-04	16,6	19,5	9,6	15,6	9,7	11,4	11,6	12,5
Abr-04	15,7	18,0	10,4	16,3	9,4	11,4	12,0	12,7
May-04	19,8	19,0	21,7	17,3	11,6	13,2	11,1	12,0
Jun-04	18,7	19,6	16,5	16,0	13,5	14,2	11,3	12,3
Jul-04	14,6	17,3	8,0	14,6	13,9	14,1	12,7	13,2
Ago-04	16,9	16,4	18,1	13,1	14,9	14,4	13,4	13,7
Sep-04	14,4	16,2	10,0	12,6	16,2	15,2	13,9	14,1
Oct-04	13,5	13,8	12,7	11,3	15,5	14,3	15,8	15,5
Nov-04	15,1	15,3	14,7	12,9	16,1	15,2	15,2	15,1
Dic-04	16,3	16,5	15,7	15,9	19,0	18,0	17,0	16,8
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	20,7	17,8	28,3	19,0	20,8	20,3	17,6	17,4
Abr-05	18,5	16,2	24,3	16,2	22,6	20,7	18,9	18,2
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	24,1	19,1	19,0	19,1	16,9	17,1
Ene-06	21,0	19,5	25,2	18,4	17,3	17,6	15,9	16,3
Promedio anual en términos nominales								
2004	16,3	17,6	13,2	15,0	13,3	13,7	13,0	13,5
2005	20,0	18,5	23,6	18,2	20,5	19,8	18,0	17,8
Variación porcentual real anual del promedio mensual de datos semanales								
Ene-04	9,7	12,1	3,5	9,1	3,5	5,1	4,5	5,4
Feb-04	10,9	13,4	4,8	11,4	3,0	5,4	4,3	5,4
Mar-04	9,8	12,5	3,2	8,8	3,3	4,9	5,1	5,9
Abr-04	9,7	11,8	4,7	10,2	3,7	5,6	6,2	6,8
May-04	13,7	13,0	15,5	11,3	5,9	7,4	5,5	6,3
Jun-04	11,9	12,8	9,9	9,4	7,0	7,7	5,0	5,9
Jul-04	7,9	10,5	1,7	7,9	7,3	7,5	6,1	6,6
Ago-04	10,4	9,9	11,5	6,8	8,5	8,0	7,1	7,4
Sep-04	7,9	9,7	3,8	6,3	9,6	8,7	7,4	7,7
Oct-04	7,1	7,4	6,4	5,1	9,1	7,9	9,3	9,0
Nov-04	8,8	9,0	8,4	6,7	9,7	8,8	8,8	8,8
Dic-04	10,2	10,4	9,7	9,9	12,8	11,9	10,9	10,7
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	15,0	12,2	22,2	13,3	15,0	14,5	12,0	11,7
Abr-05	12,9	10,7	18,4	10,7	16,7	14,9	13,2	12,6
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	12,1	12,5	10,8	11,2
Promedio anual en términos reales								
2004	9,8	11,0	6,9	8,6	7,0	7,4	6,7	7,2
2005	14,2	12,9	17,7	12,6	14,8	14,1	12,4	12,2

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 11
Composición del agregado amplio M3
variación anual
(Miles de millones de pesos)

	Marzo			Junio			Septiembre			Diciembre		
	2004	2005	(%)	2004	2005	(%)	2004	2005	(%)	2004	2005	(%)
M3 privado	66.554	77.752	16,8	69.495	80.779	16,2	69.475	84.347	21,4	77.967	92.213	18,3
Efectivo	10.383	12.121	16,7	10.750	12.785	18,9	10.547	12.925	22,5	13.832	16.397	18,5
PSE	56.170	65.631	16,8	58.745	67.994	15,7	58.928	71.422	21,2	64.134	75.815	18,2
Cuentas corrientes	7.796	8.932	14,6	8.086	9.624	19,0	7.582	9.403	24,0	10.250	12.474	21,7
CDT	23.159	25.228	8,9	23.803	25.786	8,3	24.471	26.935	10,1	24.418	26.855	10,0
Ahorro	20.530	26.279	28,0	21.672	27.054	24,8	21.613	29.320	35,7	24.330	30.861	26,8
Otros	4.685	5.193	10,8	5.184	5.531	6,7	5.262	5.764	9,5	5.136	5.626	9,5
M3 público	17.145	19.163	11,8	16.621	19.278	16,0	18.474	19.473	5,4	19.149	20.383	6,4
Cuentas corrientes	3.790	4.091	7,9	3.666	4.415	20,5	3.780	3.956	4,7	5.041	5.510	9,3
CDT	1.566	2.365	51,0	2.064	2.395	16,1	2.614	2.392	(8,5)	2.276	2.179	(4,3)
Ahorro	6.542	9.637	47,3	7.255	10.165	40,1	7.870	10.838	37,7	8.307	9.834	18,4
Repos	3.405	922	(72,9)	1.589	0	(100,0)	2.265	0	(100,0)	1.194	0	(100,0)
Otros	1.842	2.147	16,6	2.047	2.302	12,5	1.945	2.288	17,6	2.330	2.860	22,7
M3 total	83.699	96.915	15,8	86.115	100.057	16,2	87.949	103.821	18,0	97.116	112.596	15,9

Fuente: Superintendencia Financiera.

liquidez, por el cual los excesos de caja de la Tesorería General de la Nación se depositan en el Banco de la República y no se transan con el sector financiero.

Cabe destacar que, como se muestra en el Cuadro 12, las tenencias de bonos públicos por parte del sector privado aumentaron 36,2%, en promedio, durante el año.

3. Cartera y calidad de los activos de los establecimientos de crédito

Los principales rubros del balance de los establecimientos de crédito registraron tasas de crecimiento reales positivas, a pesar de la desaceleración registrada en el segundo semestre de 2005. A diciembre de 2005 los activos tuvieron un crecimiento de 12%, que refleja el comportamiento de sus dos principales componentes: la cartera (11,3% corregida por titularizaciones), y las inversiones, 13,0%. Por otra parte, las captaciones mostraron un crecimiento de 11,9%, más lento en comparación con lo registrado durante el año anterior. Ello está asociado con el mejor comportamiento de los Repos en el mercado interbancario.

Cuadro 12
Portafolio financiero del sector real
(Miles de millones de pesos)

		Total sector real								
		Total			Sector público			Sector privado (*)		
		M3	TES	M3 + TES	M3	TES	Total	M3	TES	Total
Saldos										
2003	Diciembre	82.390	31.613	114.003	15.450	16.612	32.061	66.941	15.001	81.942
2004	Marzo	83.699	34.320	118.019	17.145	16.774	33.919	66.554	17.546	84.100
	Junio	86.115	33.449	119.564	16.621	17.137	33.758	69.495	16.311	85.806
	Septiembre	87.949	35.821	123.770	18.474	18.167	36.641	69.475	17.654	87.130
	Diciembre	97.116	36.408	133.524	19.149	16.869	36.018	77.967	19.539	97.506
2005	Marzo	96.915	40.671	137.586	19.163	18.029	37.192	77.752	22.643	100.395
	Junio	100.057	43.595	143.652	19.278	19.540	38.818	80.779	24.055	104.835
	Septiembre	103.821	45.436	149.257	19.473	21.339	40.813	84.347	24.097	108.444
	Diciembre	112.596	49.241	161.836	20.383	24.369	44.752	92.213	24.872	117.085
Variación anual absoluta										
2004	Diciembre	14.725	4.795	19.521	3.700	257	3.956	11.026	4.539	15.564
2005	Marzo	13.216	6.351	19.567	2.018	1.254	3.272	11.199	5.097	16.295
	Junio	13.942	10.146	24.088	2.658	2.402	5.060	11.285	7.744	19.028
	Septiembre	15.872	9.615	25.486	1.000	3.172	4.172	14.872	6.442	21.314
	Diciembre	15.480	12.833	28.313	1.234	7.500	8.734	14.246	5.333	19.579
Variación porcentual anual fin de:										
2004		17,9	15,2	17,1	23,9	1,5	12,3	16,5	30,3	19,0
2005	Marzo	15,8	18,5	16,6	11,8	7,5	9,6	16,8	29,0	19,4
	Junio	16,2	30,3	20,1	16,0	14,0	15,0	16,2	47,5	22,2
	Septiembre	18,0	26,8	20,6	5,4	17,5	11,4	21,4	36,5	24,5
	Diciembre	15,9	35,2	21,2	6,4	44,5	24,2	18,3	27,3	20,1
	Promedio	17,0	26,3	19,6	13,5	16,7	14,8	18,0	36,2	21,6

(*) No incluye los TES del sector financiero.

Fuente: Banco de la República.

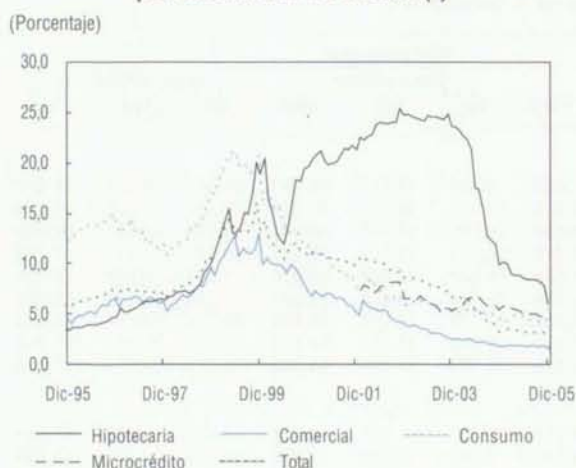
Se observa una creciente disparidad en el desempeño de los distintos tipos de cartera (Gráfico 37). El crecimiento real anual de la cartera comercial fue de 6,3% en diciembre de 2005 (tasa que corresponde a la mitad de la registrada siete meses antes). Por su parte, el crecimiento de la cartera de consumo se mantiene en niveles particularmente altos, alcanzando 31,9% en el mes referenciado. Por último, la cartera hipotecaria continúa contrayéndose a una tasa de 6,6% real anual, aun cuando

Gráfico 37
Crecimiento anual real de la cartera bruta de los establecimientos de crédito



Fuente: Banco de la República.

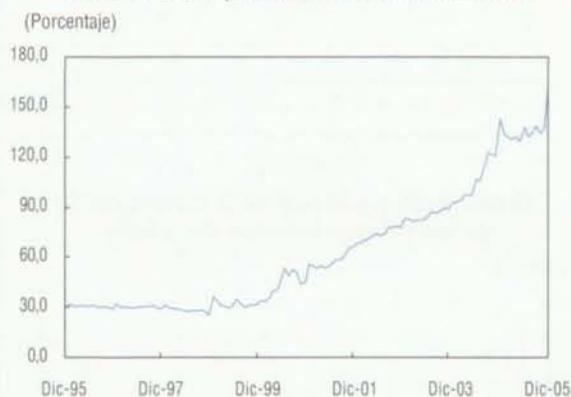
Gráfico 38
Calidad de cartera
por modalidad de crédito (*)



(*) 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.

Gráfico 39
Cubrimiento: provisiones/cartera vencida



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

se ajustan las cifras por titularizaciones (-8,3% sin ese ajuste).

a. Calidad y cubrimiento

La tendencia decreciente que venía registrando el indicador de cartera vencida a cartera bruta hasta finales de 2004 continuó a lo largo de 2005 y llevó los niveles de este indicador a sus mínimos históricos desde que existen cifras comparables (12 años anteriores). Esto refleja una baja exposición al riesgo crediticio de los intermediarios financieros (Gráfico 38).

Adicionalmente, durante 2005 el cubrimiento de la cartera, en términos de provisiones por unidad de cartera vencida, se mantiene en niveles cercanos al máximo histórico, alcanzando 163% en diciembre de este año (Gráfico 39).

b. Rentabilidad y solidez patrimonial

A diciembre de 2005 las utilidades acumuladas por los establecimientos de crédito en los últimos doce meses alcanzaron \$3,42 billones

(b), equivalentes a una rentabilidad sobre activo de 2,8%, similar a la observada en mayo de ese año. Por tipo de intermediario, se mantiene la diferencia de casi un punto porcentual entre las entidades nacionales y las extranjeras (Gráfico 40). Para estas últimas, la rentabilidad del activo alcanza niveles cercanos a 1,7%, por debajo incluso de lo registrado por las entidades públicas, que para diciembre mostraron un indicador de 2,3%.

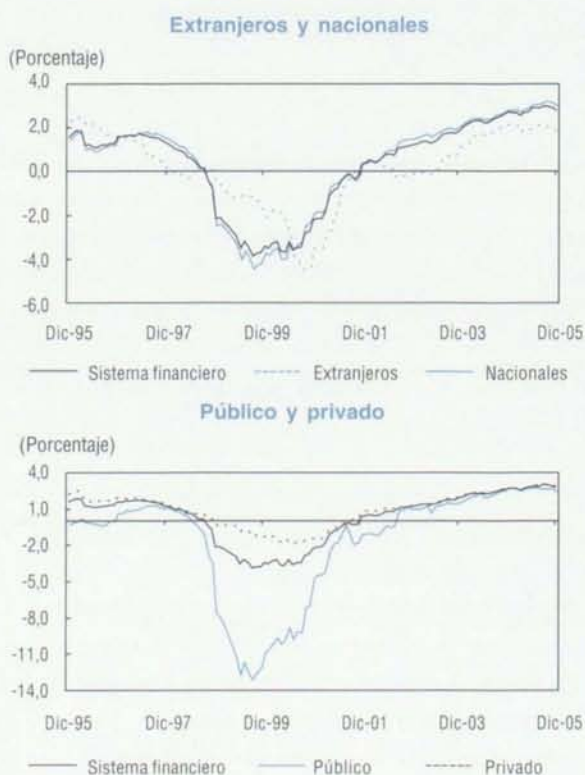
La buena situación de los establecimientos de créditos se ve también reflejada en niveles altos de solvencia que, aunque han mostrado una tendencia decreciente a lo largo de 2005, permanecen muy por encima del requerimiento mínimo de capital (9%) exigido por la Superintendencia Financiera de Colombia; para diciembre la relación de solvencia alcanzó 13,5% (Gráfico 41).

c. Riesgos potenciales para el sistema financiero

i. Riesgos de crédito, mercado y liquidez

A pesar de la buena situación que reflejan las principales cuentas del balance del sistema financiero, la alta calidad de la cartera y la elevada solidez patrimonial, los movimientos adversos de las variables macroeconómicas podrían afectar la estabilidad financiera. En este sentido, un análisis sobre las consecuencias de situaciones extremas sobre el sistema financiero (ejercicios de *stress test*) es una herramienta fundamental para las decisiones de política que toma la JDBR. Es por esto que las ediciones anteriores del *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de la República dan un peso preponderante a dichos ejercicios, en particular en lo que respecta a riesgos

Gráfico 40
Rentabilidad del activo por tipo de entidad
del sistema financiero



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

Gráfico 41
Relación de solvencia
de los establecimientos de crédito (*)



(*) La relación de solvencia se calcula como el patrimonio técnico sobre los activos ponderados por riesgo.

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

de crédito, de mercado y de liquidez¹³. En su mayoría, los ejercicios suponen movimientos tan drásticos en las variables como los observados a finales de la década pasada¹⁴. A continuación se resaltan los principales resultados de estos ejercicios, los cuales se describen con mayor detalle en el Recuadro 3.

El primer tipo de riesgo es aquel que tradicionalmente ha estado asociado con la actividad crediticia. En particular, el riesgo de crédito refleja la posibilidad de que los deudores incumplan su compromiso de repagar sus deudas a los intermediarios financieros, lo que puede ocasionar, en los casos más graves, la quiebra de estos últimos. El efecto de los choques macroeconómicos sobre este tipo de riesgo opera a través del deterioro de los balances de los principales deudores. 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 agentes de la economía.

Los ejercicios realizados permiten concluir que, aunque en la situación actual el riesgo de crédito se encuentra en niveles históricamente bajos, un escenario macroeconómico como el que se presentó en la crisis de 1998-1999 puede ocasionar cuantiosas pérdidas a los establecimientos de crédito (Recuadro 3, Cuadro R3.1). El impacto de choques macroeconómicos adversos es de particular relevancia para ciertas entidades. Sin embargo, la buena situación del sector privado, junto con el mayor cubrimiento de la cartera, los bajos niveles de morosidad, los buenos niveles de rentabilidad y la solidez patrimonial de los establecimientos de crédito, sugieren que el riesgo de crédito no es una fuente de riesgo, al menos a corto plazo. El crecimiento de la cartera de consumo podría ser fuente de inestabilidad a mediano y largo plazos, en la medida en que el mayor apalancamiento de los hogares los hace más sensibles a cambios en la situación económica.

Por otra parte, debido a la evolución del negocio de intermediación financiera hacia una mayor participación en la negociación de portafolios de activos en el corto plazo, el riesgo de mercado se constituye en una amenaza adicional para el sistema financiero. Este riesgo refleja la vulnerabilidad del valor del portafolio de los bancos ante cambios repentinos en el precio de los activos que lo componen. Las pérdidas en las que incurren los intermediarios por

¹³ Mayores detalles sobre los ejercicios descritos se encuentran en la sección de Riesgos Potenciales de dicha publicación, en la edición de diciembre de 2005; adicionalmente, una serie de documentos que profundizan en los casos particulares de los riesgos de crédito y de mercado se encuentran en la sección de Temas sobre estabilidad financiera, al final del informe.

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.

este concepto se incrementan en la medida en que el tamaño del portafolio y la magnitud de los choques en los precios aumentan. Debido a la importante participación de los títulos de deuda pública (TES) en el balance de las instituciones financieras, se realizaron ejercicios que buscan cuantificar las pérdidas por valoración como consecuencia de un incremento en las tasas de estos títulos¹⁵. Las pérdidas por este concepto son importantes, tanto para los establecimientos de crédito como para las AFP, y sugieren que la principal vulnerabilidad que enfrenta el sistema financiero es el riesgo de mercado (Recuadro 3, Cuadro R3.2). En el caso de los establecimientos de crédito, las pérdidas estarían concentradas en los bancos comerciales.

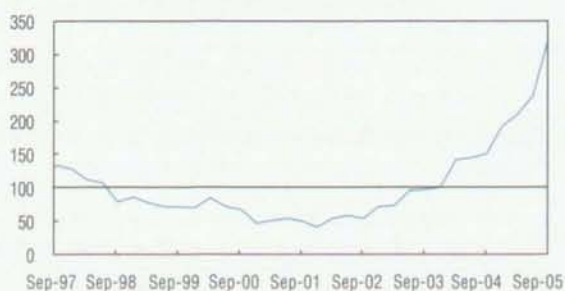
Por último, el riesgo de liquidez refleja la posibilidad de que los intermediarios sean incapaces de satisfacer la demanda de recursos de sus depositantes. En otras palabras, ante la disparidad entre la madurez de sus activos y la de sus pasivos, puede ocurrir que los recursos disponibles para un banco sean insuficientes para cubrir los retiros de recursos por parte de sus acreedores. En el peor de los casos, lo anterior podría convertirse en una oleada de retiros que afectaría la solidez del sistema financiero. Los ejercicios realizados sugieren que los establecimientos de crédito manejan una liquidez adecuada, muy por encima de lo observado durante la crisis y suficiente para enfrentar una situación extrema de retiros.

ii. Burbuja en el precio de los activos

Una reversión en el precio de los activos de la economía puede afectar la estabilidad financiera. Para evaluar la hipótesis de qué puede presentarse en

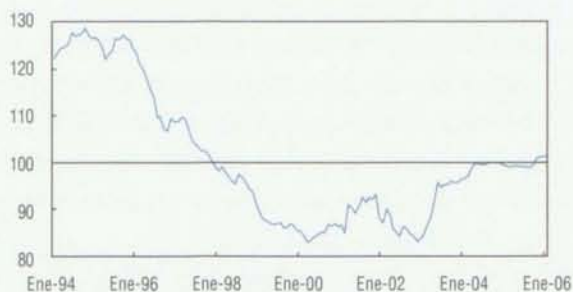
Gráfico 42

Razón de IGBC a índice de retorno al capital
Desviación respecto del promedio de largo plazo (1997-2005)



Fuente: Cálculos del Banco de la República, con base en información de la BVC.

Razón de precios de vivienda a arrendamientos DNP-IPVN
Desviación respecto del promedio de largo plazo (1994-2005)



Fuente: Cálculos del Banco de la República, con base en el índice de precios de la vivienda nueva (DNP) y el índice del componente de vivienda del IPC (DANE).

¹⁵ En particular se supone que la curva *spot* se desplaza paralelamente en 200 pb; es decir, las tasas para todos los plazos se ven afectadas en este monto.

un escenario de burbuja (sobre valoración) en los mercados hipotecario y de acciones, se estiman índices de precio-retorno, los cuales se muestran en el Gráfico 42.

De acuerdo con el gráfico, es posible que exista una burbuja especulativa en el mercado de las acciones, mientras que no parece haber evidencia de tal comportamiento en el mercado de vivienda. Debe anotarse, sin embargo, que una reversión importante en el precio de las acciones no afectaría de manera significativa la estabilidad del sistema financiero, dado que: i) las acciones no son activos que se utilizan como colateral en el sistema financiero; ii) que una baja proporción de agentes de la economía las incluye en su portafolio de inversión, y iii) a diferencia de la vivienda, no constituye el principal componente de la riqueza de los agentes (véase Recuadro 1).

RECUADRO 3

RIESGOS POTENCIALES PARA EL SISTEMA FINANCIERO A TRAVÉS DE LOS EJERCICIOS DE *STRESS TEST*

La experiencia de las crisis financieras de finales de la década de los noventa reveló la necesidad de mejorar los análisis tradicionales de estabilidad financiera basados exclusivamente en el seguimiento de indicadores tradicionales. Los ejercicios de *stress test* han surgido como un buen complemento a estos ya que buscan evaluar la solidez del sistema financiero ante escenarios extremos, pero probables. Las ediciones de diciembre de 2005 y marzo de 2006 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de la República, dan un peso preponderante a dichos ejercicios para Colombia, en particular en lo que respecta a riesgos de crédito, de mercado y de liquidez, los cuales se explican en detalle a continuación.

Riesgo de crédito

El efecto de condiciones macroeconómicas adversas sobre el riesgo (de contraparte) al que se enfrenta el sistema financiero opera a través del deterioro de los balances de sus principales deudores; en particular, 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 agentes de la economía.

Distintos ejercicios llevados a cabo en el Banco de la República buscan cuantificar dicho efecto para cada una de las modalidades crediticias. Para el caso de la cartera de consumo, se estima un modelo en el que una caída de 6,8% en el PIB y un aumento de 450 pb a las tasas de interés, afectan la calidad de cartera y repercuten en la salud de los intermediarios,

de dos formas: a través de un aumento en el gasto de provisiones, y de una reducción en los intereses percibidos. Para el caso de la cartera hipotecaria, se realiza un ejercicio análogo que incluye en lugar de las tasas de interés, una caída en el precio de la vivienda de 8%. Por último, en el caso de la cartera comercial se estima el efecto de una caída en el nivel de ventas equivalente a 9% y un aumento en la tasa de interés como el mencionado arriba.

Las simulaciones tienen una correspondencia con lo observado a finales de la década de los noventa. Los ejercicios para cartera de consumo e hipotecaria suponen una caída en la actividad económica, como lo observado en el segundo trimestre de 1999; una subida en tasas de interés, como la que se observó entre mayo y junio de 1998, y una caída 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.

En el Cuadro R3.1 se presenta el efecto de estos choques, tanto de forma individual como de manera simultánea (choque 3), sobre las utilidades de los intermediarios. Esto permite concluir que aunque en la situación actual el riesgo de crédito se encuentra en niveles históricamente bajos, un escenario como el vivido en la crisis de 1998-1999 puede ocasionar cuantiosas pérdidas a los establecimientos de crédito.

Por lo anterior, es necesario continuar avanzando en el desarrollo de metodologías que permitan reflejar el riesgo en los balances de las entidades. Con este propósito, la Superintendencia Financiera de Colombia viene trabajando en la implementación del sistema de administración del riesgo crediticio (SARC) y en el diseño de un esquema de

Cuadro R3.1
Costo de la realización de choques
 (Porcentaje de las utilidades)

	Choque 1 1/	Choque 2 2/	Choque 3
Comercial	4,0	54,0	57,0
Consumo	20,0	26,0	39,0
Hipotecaria	12,0	11,0	19,0
Total	40,0	91,0	114,0

1/ Para la cartera comercial se considera una caída de 9% en ventas, y para las carteras de consumo e hipotecaria, una caída en el PIB de 6,8%.

2/ Para la cartera comercial y la de consumo se utiliza un aumento de la tasa de interés de 450 puntos básicos; para el caso de la cartera hipotecaria se utiliza una caída de 8% en el índice de precios de la vivienda.

Fuente: Banco de la República.

provisiones contracíclicas que permita distribuir el costo de la provisión a lo largo del ciclo en lugar de concentrarlo en la fase de la crisis¹.

Riesgo de mercado

Debido a la creciente participación de las inversiones en el activo de las entidades (principalmente en TES), el riesgo de mercado que éstas afrontan se ha incrementado. En particular, incrementos pronunciados de las tasas de interés de estos papeles pueden causar grandes pérdidas a los intermediarios. Tal como se observa en el Cuadro R3.2, ante un aumento de 200 pb en las tasas de los TES a lo largo de la curva de rendimientos, las pérdidas por valoración alcanzarían el 31,4% de las utilidades anualizadas de los establecimientos de crédito, estando altamente concentradas en los bancos comerciales.

Riesgo de liquidez

Por último, dado que la naturaleza del negocio de los establecimientos de crédito involucra la transformación de plazos, el riesgo de que un banco sea incapaz de cumplir con sus obligaciones (p. e.: pago a sus depositantes) por carecer de recursos líquidos es una amenaza para la estabilidad financiera. Ante un escenario de iliquidez los intermediarios pueden verse obligados a vender parte de sus portafolios no líquidos, incurriendo por ende en pérdidas que atentan contra su solidez.

Cuadro R3.2
Pérdidas por valoración del portafolio de tesorería,
ante un choque de 200 pb
(Millones de pesos)

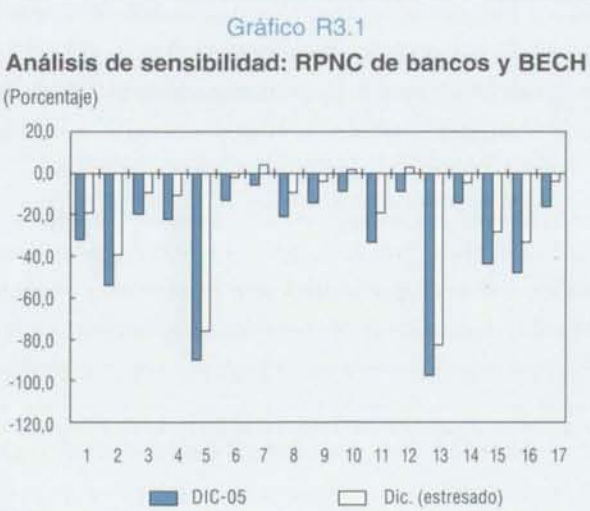
	Tasa fija (pesos)	UVR	Total	Porcentaje de utilidad (*)
Total entidades de crédito	812.157	261.151	1.073.308	31,4
Bancos comerciales	762.649	255.066	1.017.715	34,3
CFC (tradicionales y <i>leasing</i>)	2.587	380	2.967	1,6
Corporaciones financieras	46.921	5.705	52.626	21,1
AFP	670.037	383.280	1.053.317	

(*) Últimos 12 meses (Dic-05).

Fuente: Banco de la República.

¹ Véase Martínez, Pineda y Salamanca (2005).

Para medir este riesgo es necesario conocer la demanda potencial de recursos que pueden enfrentar los bancos. Para tal fin se calcula la razón de pasivos no cubiertos (RPNC²) que muestra el porcentaje de los activos no líquidos que sería necesario liquidar para responder por las obligaciones correspondientes a los pasivos líquidos y al componente transitorio de acervos (como los depósitos de ahorro y las cuentas corrientes).



El ejercicio de *stress* realizado tiene en cuenta adicionalmente la parte del portafolio no líquido que debería realizarse si se materializara una disminución adicional del 12% en el monto de los depósitos³. En el Gráfico R3.1 se observa la situación actual de la RPNC de 17 bancos y la situación hipotética de la razón en el escenario planteado. Se puede ver que el sistema financiero maneja un nivel de liquidez adecuado y que aún en el caso de los bancos que tendrían que liquidar parte de su portafolio no líquido (es decir, aquellos que muestran una RPNC positiva) el monto liquidado sería pequeño (en promedio 3%).

² $RPNC = [(PTR + PL) - AL] / AT - AL$, donde *Ptr* es el componente transitorio de los depósitos de ahorro y de cuenta corriente, *PL* los pasivos líquidos, *AT* los activos totales y *AL* los activos líquidos. Entre más negativo es el valor del indicador, mejor es la posición de liquidez del Banco.

³ Este porcentaje corresponde al promedio de las peores caídas en el acervo de depósitos de los bancos de la muestra seleccionada, para el período de la crisis financiera de 1998-1999.

RECUADRO 4

PORTAFOLIO DE LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFP)

A noviembre de 2005 el portafolio administrado por las administradoras de fondos de pensiones (AFP) correspondiente a los fondos de pensiones obligatorias (FPO) ascendió

a 35,5 b, más de dos veces el monto registrado en diciembre de 2001 (Cuadro R4.1). Un crecimiento aún más pronunciado se evidencia en los fondos de pensiones voluntarias (FPV), que en noviembre de 2005 alcanzaron la cifra de \$6,8 b, superando en casi tres veces su valor de cuatro años atrás. En el caso de los fondos de cesantías (FC), estos sumaron 3,7 b para la misma fecha¹.

Al descomponer el portafolio total por emisores de los títulos², es claro que para los tres tipos de fondos la mayor parte está representada en títulos de deuda pública (Cuadro R4.2). En el caso de los FPO, la participación de este tipo de papeles se ha mantenido muy cerca del límite establecido por la regulación de la Superintendencia Financiera (50%). Por el contrario, la participación de los papeles emitidos por entidades extranjeras se encuentra por debajo del límite contemplado por la regulación para dicha exposición (20%). Lo anterior es cierto aun cuando esta participación ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años, ya que ha sido significativo en la exposición al sector real, principalmente en la forma de acciones³.

Para los FPV se puede observar una recomposición a favor de la participación de los títulos emitidos por el sector real (bonos y acciones) y el sector financiero (en particular durante el último año), y en detrimento de la exposición a entidades extranjeras.

En el caso de los fondos de cesantías (Cuadro R4.3), la mayor exposición también está representada en títulos de deuda (57,78%), con un porcentaje mayor al de los fondos de

Cuadro R4.1
Tamaño del portafolio administrado por las AFP
(Millones de pesos de noviembre de 2005)

	Pensiones		Cesantías
	obligatorias	voluntarias	
Dic-01	14.315.125	2.376.966	2.684.825
Dic-02	18.453.458	3.488.139	2.837.292
Dic-03	22.486.639	4.170.845	3.027.671
Dic-04	27.712.233	4.707.919	3.279.158
Nov-05	35.471.668	6.827.873	3.690.234

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

¹ El valor de los fondos incluye la valorización de las inversiones disponibles para la venta.

² El valor de los fondos incluye la valorización de las inversiones disponibles para la venta.

³ A noviembre de 2005 el 11,75% del portafolio de las AFP en pensiones obligatorias estaba invertido en acciones.

Cuadro R4.2
Exposición por contraparte:
Fondos de pensiones obligatorias y voluntarias
(Porcentaje del portafolio)

	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Nov-05
Fondos de pensiones obligatorias					
Gobierno central	48,67	49,38	48,64	48,52	47,13
Sector real	17,89	19,53	18,62	19,62	22,06
Sector financiero	22,49	20,07	18,50	16,62	15,04
Entidades extranjeras	4,12	4,55	7,08	9,53	11,69
Otros	6,83	6,48	7,16	5,71	4,08
Fondos de pensiones voluntarias					
Gobierno central	39,90	41,92	37,19	42,35	41,61
Sector real	8,96	12,35	13,34	15,17	16,71
Sector financiero	13,82	13,01	13,81	13,79	18,15
Entidades extranjeras	30,43	28,95	30,84	22,72	16,17
Otros	6,90	3,77	4,82	5,97	7,36

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

Cuadro R4.3
Exposición por contraparte:
Fondos de cesantías
(Porcentaje del portafolio)

	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Nov-05
Gobierno central	48,68	71,19	71,83	68,24	57,78
Sector real	16,20	15,60	16,53	15,36	20,38
Sector financiero	27,55	10,78	6,78	9,10	15,21
Entidades extranjeras	3,14	1,17	1,84	3,73	4,97
Otros	4,42	1,26	3,02	3,58	1,66

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

pensiones obligatorias, dado que la restricción mencionada anteriormente no cubija al manejo de dicho portafolio. Vale la pena destacar que en el último año hubo una disminución importante en el porcentaje del portafolio representado en estos títulos, mientras que se presentó un aumento significativo en la exposición al sector real, asociado con el aumento en la tenencia de acciones.

Descomponiendo el portafolio por denominación por tipo de moneda, tanto en el caso de los fondos de pensiones (obligatorias y voluntarias) como de cesantías, se ve un aumento en el portafolio denominado en pesos en los últimos años (Cuadro R4.4). Igualmente, se

Cuadro R4.4
Exposición por tipo de moneda:
Fondos de pensiones obligatorias,
de pensiones voluntarias y de cesantías
(Porcentaje del portafolio)

	Dic-01	Dic-02 (*)	Dic-03 (*)	Dic-04	Nov-05
Fondos de pensiones obligatorias					
Gobierno central	43,46	32,94	33,60	42,69	49,40
Sector real	27,90	38,00	40,83	39,17	35,21
Sector financiero	23,02	23,01	19,21	11,88	11,87
Entidades extranjeras	5,32	6,05	6,02	6,26	2,32
Otros	0,29	0,00	0,33	0,00	1,20
Fondos de pensiones voluntarias					
Gobierno central	24,87	33,49	30,19	44,51	58,20
Sector real	13,14	35,04	36,38	28,55	26,80
Sector financiero	52,60	30,31	30,50	22,78	13,13
Entidades extranjeras	9,11	1,16	2,93	3,72	0,69
Otros	0,27	0,00	0,00	0,43	1,18
Fondos de cesantías					
Gobierno central	42,87	22,23	19,41	32,04	50,03
Sector real	19,70	36,41	39,65	41,94	36,61
Sector financiero	32,26	35,53	33,20	18,43	11,04
Entidades extranjeras	4,52	5,83	7,75	7,58	1,25
Otros	0,65	0,00	0,00	0,00	1,07

(*) Los cálculos para estos años corresponden al portafolio a renta fija de las AFP.

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

ha visto una disminución en el porcentaje del portafolio denominado en moneda extranjera, tanto en el caso de los dólares como en otras monedas. A pesar de que la participación de los activos denominados en dólares ha disminuido, ésta continúa siendo la moneda extranjera a la cual el portafolio de las AFP se encuentra más expuesto. De otro lado, cerca de una tercera parte del portafolio de las AFP se encuentra denominada en unidades de valor real (UVR) o en denominaciones atadas a la inflación (IPC).

IV. POLÍTICA FISCAL

A. Resultados fiscales de 2005

Al terminar 2005 el sector público consolidado registró un déficit de \$24,4 mm, con lo cual se logra una situación cercana al equilibrio fiscal que no se presentaba desde hace más de una década. Esta situación es atribuible al significativo superávit del sector descentralizado (4,5% del PIB), que compensó

el déficit del Gobierno nacional central y estuvo asociado con la acumulación de recursos en algunos fondos de seguridad social, y con la situación favorable de las finanzas territoriales y de algunas empresas dentro de las que se destaca Ecopetrol (Cuadro 13).

Las finanzas del Gobierno nacional central (GNC) arrojaron un déficit de \$13.599 mm, equivalente a 4,9% del PIB. Frente al año 2004 esta cifra revela una reducción en el tamaño del déficit, asociada principalmente con el dinamismo de los ingresos. En términos anuales, las rentas totales aumentaron 14,8% y los gastos 10,3%. Dentro de los ingresos, el recaudo por impuestos creció 15,1%, destacándose los tributos de renta (14,3%), IVA interno (13,3%), IVA externo (23,2%) y aduanas (26,4%). Dentro de los factores que explican la dinámica de los recaudos sobresalen el aumento de 7% a 10% en la tarifa del IVA para algunos bienes y servicios, el buen crecimiento económico en el año 2004 que mejoró las utilidades de los grandes contribuyentes, el mejoramiento en la administración tributaria y el aumento de las importaciones. Este último factor explica gran parte del crecimiento de los impuestos por aduanas e IVA externo (Cuadro 14).

Cuadro 13 Sector público consolidado Balance fiscal 2004-2005				
Concepto	Miles de millones de dólares		Porcentaje del PIB	
	2004	2005 (pr)	2004	2005 (pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(3.586)	(955)	(1,4)	(0,3)
1. Gobierno nacional	(13.983)	(13.599)	(5,5)	(4,9)
2. Subtotal sector descentralizado	10.397	12.644	4,1	4,5
Eléctrico	499	359	0,2	0,1
Emcali	271	161	0,1	0,1
EPM	502	193	0,2	0,1
FAEP	167	637	0,1	0,2
Ecopetrol	296	1.134	0,1	0,4
Telecom	257	17	0,1	0,0
Resto de entidades	1.527	2.022	0,6	0,7
Seguridad social	4.009	5.842	1,6	2,1
Regional y local	2.832	2.153	1,1	0,8
Fondo Nacional del Café	37	124	0,0	0,0
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	1.225	669	0,5	0,2
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	720	610	0,3	0,2
D. Costo de la reestructuración financiera	(920)	(1.233)	(0,4)	(0,4)
E. Ajustes	(886)	885	(0,3)	0,3
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(3.447)	(24)	(1,3)	0,0
Nota: Déficit (-) o superávit (+). (pr) Preliminar. Fuente: Consejo Superior de la Política Fiscal (Confis).				

Cuadro 14
Gobierno nacional central
Balance fiscal (2004-2005)
(Miles de millones de pesos)

	2004	2005 (pr)	Crecimiento anual 2004 - 2005
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	39.952	45.876	14,8
A. Tributarios	36.735	42.288	15,1
Renta	15.182	17.349	14,3
IVA interno	10.074	11.412	13,3
IVA externo	4.882	6.016	23,2
Gravamen	2.233	2.823	26,4
Gasolina	1.057	1.143	8,1
Transacciones financieras	2.238	2.401	7,3
Patrimonio	452	463	2,4
Otros	617	681	10,4
B. No tributarios	202	482	138,6
C. Fondos especiales	381	472	23,9
D. Recursos de capital	2.509	2.511	0,1
Rendimientos financieros	381	440	15,5
Excedentes financieros	1.845	1.773	(3,9)
Otros	283	298	5,3
E. Ingresos causados	125	123	(1,6)
II. Gastos totales (A + B + C + D + E)	53.935	59.475	10,3
A. Intereses	10.264	9.857	(4,0)
Externos	4.320	4.268	(1,2)
Internos	5.944	5.589	(6,0)
B. Funcionamiento 1/	38.548	44.426	15,2
Servicios personales	6.704	7.077	5,6
Gastos generales	2.584	2.880	11,5
Transferencias	29.260	34.469	17,8
C. Inversión 1/	4.210	4.232	0,5
D. Préstamo neto	298	324	8,7
E. Pagos causados	615	636	3,4
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) 2/	(13.983)	(13.599)	(2,7)
Costo de reestructuración financiera	1.383	1.233	(10,8)
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	(15.366)	(14.832)	(3,5)
A. Crédito externo neto	3.446	(1.079)	(131,3)
Desembolsos	6.978	7.059	1,2
Amortizaciones	3.532	8.138	130,4
B. Crédito interno neto	7.630	17.410	128,2
Desembolsos	16.480	26.832	62,8
Amortizaciones	8.850	9.422	6,5
C. Utilidades del Banco de la República	803	454	(43,5)
D. Otros	3.487	(1.953)	(156,0)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(5,5)	(4,9)	

(pr) Preliminar.

1/ Incluye pagos y deuda flotante.

2/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Confis.

Los gastos del GNC registraron una caída de 4% en intereses de la deuda y un aumento de 15,2% en funcionamiento y 0,5% en inversión. Buena parte de la reducción de los intereses es atribuible a la prima obtenida en la colocación

de títulos de deuda interna (TES), la cual alcanzó en el año \$2.900 mm (cerca de un punto del PIB). Dentro de las erogaciones por funcionamiento, los servicios personales crecieron 5,6%, los gastos generales 11,5% y las transferencias 17,8%. La expansión de este último rubro es atribuible a los pagos de pensiones, que aumentaron 37,3% durante el año. Buena parte de estos giros tuvo origen en el agotamiento de las reservas del Instituto de los Seguros Sociales, que demandó recursos para la nación por \$3.657 mm en 2005. De otro lado, las operaciones de préstamo neto que corresponden a créditos concedidos por el Gobierno a diversas entidades públicas alcanzaron \$324,0 mm durante el año.

El financiamiento del déficit del GNC, incluyendo los costos de restructuración financiera, ascendió a 5,3% del PIB y recayó sobre los recursos del crédito interno, en gran parte, como resultado de la política de sustitución de deuda externa por interna que se ha venido ejecutando durante los últimos años. El endeudamiento interno neto aumentó \$17.410 mm, producto de desembolsos por \$26.832 mm y amortizaciones por \$9.422 mm. El endeudamiento externo, por el contrario, disminuyó \$1.079 mm, toda vez que los nuevos desembolsos por \$7.059 mm fueron inferiores a las amortizaciones por \$8.138. Estas últimas incluyen operaciones por prepagos de crédito externo, que contabilizaron US\$1.890 m. Como es usual, el principal instrumento de deuda interna correspondió a los TES B, con colocaciones por \$25.053 mm, de los cuales \$14.774 mm provinieron de la utilización del mecanismo de las subastas. La transferencia de utilidades efectuada por el Banco de la República ascendió a \$454 mm.

Como resultado de las operaciones de financiamiento efectuadas a lo largo del año, el saldo de la deuda del GNC se ubicó en 50,3% del PIB al final de 2005.

Mientras el saldo de la deuda pública externa se redujo como porcentaje del PIB de 20,8% en 2004, a 16,9% en 2005, el componente interno aumentó de 29,2% en el primer año, a 33,3% en el segundo. Estos porcentajes confirman el proceso de sustitución de deuda externa por interna que ha caracterizado la política de endeudamiento público en los últimos años.

B. El plan financiero para 2006

Para el año 2006 el Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) aprobó una meta de déficit fiscal del sector público consolidado equivalente a 2,0% del PIB¹⁶. El cumplimiento de la meta de 2,0%, que se inscribe dentro del marco

¹⁶ El plan financiero para 2006 fue presentado en los *Documentos de Asesores*, Confis, No. 05, del 15 de junio de 2005, y No. 1 del 18 de enero de 2006.

fiscal de mediano plazo, supone la generación de un déficit de 5,2% del PIB en las cuentas fiscales del GNC y un superávit de 3,1% del PIB en el sector descentralizado (Cuadro 15).

Las finanzas del GNC no experimentarán mayor deterioro en 2006, a pesar de la expansión de los gastos totales, para los cuales se prevé un crecimiento de 15,1%. Los impuestos más dinámicos serán los de renta e IVA interno, con aumentos proyectados de 17,9% y 10,8%, respectivamente. Así mismo, se espera que los recursos de capital crezcan 63,4% gracias al traslado de excedentes financieros por parte de las empresas públicas –especialmente de Ecopetrol, cuya transferencia de utilidades alcanzaría cerca de \$2.000 mm durante el año–.

Los gastos del GNC registrarán un crecimiento de 30,7% en intereses, 9,9% en funcionamiento y 33,9% en inversión. Dentro de los pagos de funcionamiento, los gastos de personal crecerán 14,8%, los gastos generales 13,3% y las transferencias 8,6%. La expansión de los rubros de gastos generales y de personal está asociada con el sector de defensa y policía, al igual que con el

Cuadro 15
Sector público consolidado
Balance fiscal (2005-2006)

Concepto	Miles de millones de dólares		Porcentaje del PIB	
	2005	2006 (py)	2005	2006 (py)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1+2)	(813)	(6.208)	(0,3)	(2,1)
1. Gobierno nacional	(13.599)	(15.669)	(4,9)	(5,2)
2. Subtotal sector descentralizado	12.786	9.461	4,6	3,1
Eléctrico	359	378	0,1	0,1
Emcali	161	432	0,1	0,1
EPM	336	222	0,1	0,1
FAEP	637	599	0,2	0,2
Ecopetrol	1.134	200	0,4	0,1
Telecom	17	(104)	0,0	(0,0)
Resto de entidades	2.022	1.202	0,7	0,4
Seguridad social	5.842	4.556	2,1	1,5
Regional y local	2.153	2.044	0,8	0,7
Fondo Nacional del Café	124	(68)	0,0	(0,0)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	669	1.027	0,2	0,3
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	610	396	0,2	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.233)	(1.361)	(0,4)	(0,4)
E. Ajustes	792	0	0,3	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	24	(6.146)	0,0	(2,0)

Nota: Déficit (-) o superávit (+).
(py) Proyección.
Fuente: Consejo Superior de la Política Fiscal (Confis).

proceso electoral en la primera parte del año. Los gastos de inversión recogen la ejecución de diferentes programas y proyectos en vías, agua potable y el sistema integrado de transporte masivo en varias ciudades del país.

Al igual que en 2005, el financiamiento del déficit del GNC provendrá, principalmente, de recursos del crédito interno. El endeudamiento con estos recursos crecerá \$7.622 mm, con colocaciones de \$24.694 frente a amortizaciones de \$17.072 mm. Por su parte, el endeudamiento externo aumentará \$2.855 mm, producto de desembolsos por \$5.693 mm y amortizaciones de \$2.838 mm. El financiamiento mediante operaciones de Tesorería y otras fuentes de recursos, incluidas las privatizaciones, superará los \$6.000 mm.

El sector público descentralizado revela una situación fiscal menos favorable que la observada en 2005, especialmente por la reducción en el tamaño del superávit de Ecopetrol y el sector de la seguridad social. En el caso de Ecopetrol se espera un mayor nivel de gasto en formación de capital fijo al igual que un incremento en la transferencia de utilidades al Gobierno. El superávit de la seguridad social será inferior al de 2005 debido principalmente a que en ese año tanto el Fondo de Solidaridad y Garantía (Fosyga) como el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (Fonpet) contabilizaron ingresos extraordinarios que no se recibirán en 2006.

Por último, en el momento de elaboración de este Informe el Gobierno se encontraba revisando la meta de déficit fiscal consolidado para el año 2006. Los ajustes al plan financiero anual se presentarán de manera oficial hacia el mes de abril.

V. *BALANZA DE PAGOS*

A. Comportamiento de la balanza de pagos durante 2005

En 2005 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se amplió al ubicarse en 1,7% del PIB, frente a 1,0% en 2004¹⁷ (Cuadro 16). Esta ampliación del déficit se originó en un aumento de importaciones totales de 27%, asociado con el crecimiento de la economía. Dentro de aquéllas sobresale el incremento de las compras externas de bienes de capital (39%), como resultado del aumento en la inversión. Así mismo, los pagos netos de renta de los factores también aumentaron de manera importante durante 2005, como resultado de la inversión extranjera que ha ingresado al país en años recientes y de las ganancias obtenidas en sectores como petróleo y minas.

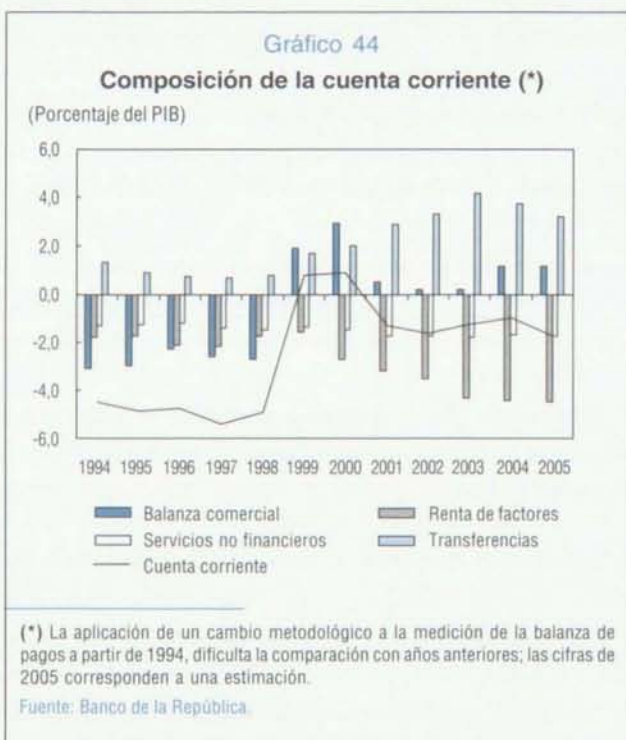
¹⁷ A la fecha de presentación de este Informe, no se disponía de las cifras preliminares de la balanza de pagos a cierre de 2005.

Cuadro 16
Balanza de pagos de Colombia (resumen)

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB			Diferencia 2005-2004 Millones de dólares
	2003	2004 (pr)	2005 (e)	2003	2004 (pr)	2005 (e)	
I. Cuenta corriente	(991)	(950)	(2.115)	(1,2)	(1,0)	(1,7)	(1.165,3)
Ingresos	19.864	24.111	29.496	25,0	24,8	24,1	5.384,7
Egresos	20.855	25.062	31.612	26,2	25,8	25,8	6.550,1
A. Bienes y servicios no factoriales	(877)	(303)	(526)	(1,1)	(0,3)	(0,4)	(222,9)
1. Bienes	567	1.368	1.644	0,7	1,4	1,3	275,9
Exportaciones	13.825	17.246	21.736	17,4	17,8	17,8	4.490,1
Importaciones	13.258	15.878	20.092	16,7	16,3	16,4	4.214,2
2. Servicios no factoriales	(1.444)	(1.671)	(2.170)	(1,8)	(1,7)	(1,8)	(498,7)
Exportaciones	1.923	2.277	2.467	2,4	2,3	2,0	190,1
Importaciones	3.368	3.948	4.637	4,2	4,1	3,8	688,8
B. Renta de los factores	(3.446)	(4.303)	(5.519)	(4,3)	(4,4)	(4,5)	(1.216,7)
Ingresos	548	663	1.091	0,7	0,7	0,9	427,3
Egresos	3.994	4.966	6.610	5,0	5,1	5,4	1.644,0
C. Transferencias	3.333	3.656	3.930	4,2	3,8	3,2	274,2
Ingresos	3.568	3.925	4.202	4,5	4,0	3,4	277,2
Egresos	235	270	273	0,3	0,3	0,2	3,0
II. Cuenta de capital y financiera	746	3.207	3.306	0,9	3,3	2,7	98,3
A. Cuenta financiera	746	3.207	3.306	0,9	3,3	2,7	98,3
1. Flujos financieros de largo plazo	1.009	2.462	3.585	1,3	2,5	2,9	1.122,6
Inversión extranjera directa neta en Colombia	863	2.987	5.298	1,1	3,1	4,3	2.310,8
Préstamos netos	512	(399)	(1.710)	0,6	(0,4)	(1,4)	(1.310,6)
Arrendamiento financiero neto	(337)	(76)	25	(0,4)	(0,1)	0,0	100,7
Otros movimientos de largo plazo	(29)	(50)	(29)	(0,0)	(0,1)	(0,0)	21,6
2. Flujos financieros de corto plazo 1/	(263)	745	(279)	(0,3)	0,8	(0,2)	(1.024,3)
III. Errores y omisiones netos	61	284	380	0,1	0,3	0,3	95,9
IV. Variación de reservas internacionales brutas 2/	(184)	2.541	1.570	(0,2)	2,6	1,3	(971,2)
V. Saldo de reservas internacionales brutas	10.921	13.540	14.957	13,7	13,9	12,2	1.416,8
VI. Saldo de reservas internacionales netas	10.916	13.536	14.947	13,7	13,9	12,2	1.411,5
Meses de importación de bienes	10	10	9				
Meses de importación de bienes y servicios	6	7	6				
PIB nominal en millones de dólares	79.459	97.139	122.296				
VII. Variación de reservas internacionales netas	(186)	2.543	1.565	(0,2)	2,6	1,3	(978,0)

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

El hecho de que la aceleración en el crecimiento económico hasta alcanzar 5% en los dos años anteriores no haya producido una mayor ampliación del déficit en cuenta corriente, es un síntoma de que el aumento en el gasto agregado ha sido paralelo al aumento en los ingresos. La mejora en años recientes del precio internacional de nuestros productos básicos de exportación, el buen desempeño de la economía mundial y la mayor orientación hacia las exportaciones en sectores como la industria, han contribuido al dinamismo de las exportaciones colombianas y a la generación de balances superavitarios en la cuenta de bienes, del orden de 1,4% del PIB, en promedio, entre 2004 y 2005 (Gráfico 43). Además del superávit comercial, se debe tener en cuenta que los ingresos por transferencias, y en particular las remesas de familiares o trabajadores, se constituyeron en los últimos cuatro años en la segunda fuente de ingresos corrientes de la balanza de pagos del país, representando 2,7% del PIB en 2005 (Gráfico 44).



A pesar de mantenerse en niveles aceptables, el déficit en la cuenta corriente podría implicar un riesgo importante hacia el futuro. En especial porque si bien algunos de los ingresos tienen naturaleza permanente, como es el caso de las remesas, hay otros sobre los que no hay claridad, como son los generados por las ventas de petróleo crudo, cuyas reservas han disminuido con el paso del tiempo. Por esta razón, las autoridades económicas deben estar alerta para evitar un aumento desmedido del

gasto agregado y una apreciación excesiva de la tasa de cambio real que aleje esta variable de su nivel de equilibrio.

A continuación se hace un análisis detallado de los diferentes componentes de la balanza de pagos en 2005 y de sus perspectivas para 2006.

1. Cuenta corriente

En 2005 el déficit en cuenta corriente se amplió en US\$1.165 m con respecto a 2004, a pesar del aumento en el superávit comercial en US\$276 m; ampliación que se originó en mayores egresos netos de renta de factores (US\$1.217 m), debido a los pagos de utilidades y dividendos del sector petrolero y del resto de sectores, principalmente.

El incremento en superávit comercial fue el efecto combinado de ingresos por exportaciones de bienes, superiores a los de 2004 en US\$4.490 m (crecimiento de 26,6%) y de mayores importaciones de bienes por US\$4.214 m (crecimiento de 26,7%). En el crecimiento de las exportaciones se destacan las ventas externas de petróleo y sus derivados, seguidas por las de carbón, café y ferroníquel. En conjunto estos rubros se beneficiaron del notorio repunte en sus precios internacionales. En términos de cantidades, aumentaron los volúmenes vendidos de café, ferroníquel y carbón, mientras que en petróleo y derivados, estos se redujeron cerca de 3% frente a 2004. De otra parte, en 2005 el crecimiento anual de las exportaciones no tradicionales fue 19,3%, como resultado de la dinámica de las ventas externas de productos industriales, principalmente (Cuadro 17).

Por destino de las exportaciones se destaca que, en 2005, Venezuela y los Estados Unidos se consolidaron como los principales socios comerciales (Cuadro 18).

Por otra parte, el 46% del crecimiento de las importaciones se explica por las compras de bienes de capital, las cuales aumentaron 38% con respecto a 2004 (Cuadro 19). Dentro de este rubro sobresale el comportamiento de las compras externas para la industria, lo cual refleja el dinamismo de la inversión y de la actividad industrial observados a lo largo del año. Así, las compras externas de materias primas, en especial las destinadas a la actividad industrial, registraron un crecimiento significativo (16,4%) y en conjunto explican el 36% del crecimiento de las importaciones totales. Con esto, más del 80% del crecimiento en las importaciones en 2005 está asociado con el aumento en la tasa de inversión de la economía y, en menor medida, con las demandas de insumos derivadas de la mayor actividad económica. A este resultado también contribuyó la apreciación real del tipo de cambio en los últimos dos años.

Cuadro 17

Exportaciones (FOB), según principales productos y sectores económicos

	2004	2005 (pr)	Variación		Contribución al crecimiento	
	Millones de dólares		Absoluta 1/	Porcentaje	Puntos porcentuales	Porcentaje
Exportaciones tradicionales	7.659	10.366	2.707	35,3	16,2	60,7
Café	950	1.471	521	54,9	3,1	11,7
Petróleo y sus derivados	4.227	5.559	1.332	31,5	8,0	29,9
Carbón	1.854	2.598	745	40,2	4,4	16,7
Ferroníquel	628	738	110	17,5	0,7	2,5
Exportaciones no tradicionales 2/	9.072	10.822	1.749	19,3	10,5	39,3
Oro no monetario	561	517	(44)	(7,8)	(0,3)	(1,0)
Esmeraldas	74	72	(2)	(3,0)	(0,0)	(0,0)
Diferentes a oro y esmeraldas	8.438	10.233	1.795	21,3	10,7	40,3
Sector agropecuario	1.618	1.969	351	21,7	2,1	7,9
Sector industrial	6.616	7.887	1.271	19,2	7,6	28,5
Sector minero 3/	204	378	174	85,3	1,0	3,9
Total exportaciones	16.731	21.187	4.456	26,6	26,6	100,0

(pr) Preliminar.

1/ En millones de dólares.

2/ No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras; incluye ajustes de la balanza de pagos

3/ Incluye oro y esmeraldas.

Fuente: DANE y Banco de la República.

Los giros de utilidades y dividendos a las casas matrices tuvieron un notable incremento en 2005, asociado con los capitales de inversión extranjera directa que han ingresado a la economía colombiana en los últimos años. En el caso de empresas del sector petrolero, se estima que los egresos por este concepto fueron de US\$1.944 m, mientras que los de otros sectores de la actividad económica ascendieron a US\$1.715 m. En conjunto, lo anterior representa un aumento de 36%, frente a 2004.

Por último, las transferencias netas aumentaron US\$277 m en 2005 frente a lo registrado en 2004 (7,5% de crecimiento), alcanzando un valor estimado de US\$3.930 m. De esto, US\$3.313 m corresponden a remesas de trabajadores cuyo crecimiento estimado es de 4% en el último año, bastante por debajo del crecimiento promedio de 19,9% por año, que tuvieron entre 2000 y 2004 (Recuadro 5).

2. Cuenta de capital y financiera

En 2005 la cuenta de capital y financiera presentó entradas netas de recursos, las cuales se calculan en US\$3.306 m (correspondientes a US\$3.585 m

Cuadro 18
Exportaciones de no tradicionales de Colombia, por país de destino
(Enero-diciembre de 2005)

	Estados Unidos	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	Resto	Total
Crecimiento porcentual anual del valor en dólares								
Total	25,7	29,2	31,0	26,0	28,0	16,4	27,2	26,6
Tradicionales	31,2	15,8	214,5	33,7	40,4	42,1	38,2	35,3
No tradicionales	17,4	29,3	22,2	(2,9)	10,2	8,2	17,0	19,3
Sector agropecuario	25,7	11,9	2,0	14,6	22,4	12,2	20,8	21,7
Sector industrial	13,5	32,7	17,3	9,7	(7,7)	8,1	18,4	19,2
Alimentos, bebidas y tabaco	1,4	(1,0)	32,0	12,7	1,6	(34,2)	29,7	15,3
Hilados y tejidos	1,0	9,7	34,5	0,0	37,3	21,6	14,8	16,2
Confecciones	(8,0)	40,4	17,9	68,4	(14,6)	30,1	(1,6)	2,9
Productos plásticos y de caucho	25,2	55,2	28,1	n.a.	217,4	9,8	30,9	30,5
Cuero y sus manufacturas	16,0	35,4	8,7	2,1	23,1	9,5	(0,8)	8,6
Madera y sus manufacturas	2,1	96,2	53,1	(33,3)	61,5	(25,8)	15,0	22,0
Artes gráficas y editoriales	27,1	12,5	4,4	23,4	(47,4)	7,4	14,9	12,9
Industria química	45,1	11,3	13,3	20,8	(17,2)	24,2	12,9	16,1
Minerales no metálicos	16,6	52,1	20,7	200,0	(29,6)	40,1	12,9	20,0
Industria de metales comunes	53,5	26,0	25,9	(15,8)	(63,4)	8,0	38,9	38,3
Maquinaria y equipo	21,3	42,8	11,6	(78,8)	(73,8)	(29,2)	7,2	14,7
Material de transporte	104,1	80,6	19,2	100,0	(92,6)	16,4	73,4	61,7
Aparatos de óptica, cine y otros	84,8	70,8	5,0	87,0	215,0	14,4	7,0	23,4
Otras industrias	5,2	40,2	4,9	(52,9)	306,8	22,4	28,7	20,7
Sector minero (*)	15,9	29,0	68,3	(32,6)	57,3	83,7	(5,9)	15,3
Valor de las exportaciones en 2005 (millones de dólares)								
Total	8.850,9	2.097,6	1.324,4	330,2	339,2	610,9	7.634,0	21.187,2
Tradicionales	5.551,0	17,1	144,9	276,3	220,0	179,6	3.976,5	10.365,5
No tradicionales	3.299,9	2.080,5	1.179,4	53,9	119,2	431,3	3.657,5	10.821,7
Sector agropecuario	997,4	290,0	6,6	19,8	75,5	1,8	577,5	1.968,5
Sector industrial	1.730,5	1.780,7	1.012,3	21,6	41,9	428,7	2.871,1	7.886,7
Sector minero (*)	571,9	9,8	160,6	12,5	1,8	0,9	208,9	966,4
Contribución en puntos porcentuales al crecimiento								
Total	10,8	2,8	1,9	0,4	0,4	0,5	9,8	26,6
Tradicionales	7,9	0,0	0,6	0,4	0,4	0,3	6,6	16,2
No tradicionales	2,9	2,8	1,3	(0,0)	0,1	0,2	3,2	10,5
Sector agropecuario	1,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,6	2,1
Sector industrial	1,2	2,6	0,9	0,0	(0,0)	0,2	2,7	7,6
Sector minero (*)	0,5	0,0	0,4	(0,0)	0,0	0,0	(0,1)	0,8

(pr) Preliminar.
(*) Incluye oro y esmeraldas.
Fuente: DANE y Banco de la República.

de entradas de capitales de largo plazo, y US\$279 m de salidas netas de capitales de corto plazo).

Con respecto a los flujos de largo plazo, cálculos preliminares sugieren que los ingresos por inversión extranjera directa neta ascendieron a cerca de US\$5.300 m (4,3% del PIB), cifra sin precedentes en la historia reciente

Cuadro 19
Importaciones (FOB) según clasificación CUODE

	Enero-diciembre		Variación		Contribución al crecimiento	
	2004 1/	2005 1/	Absoluta 1/	Porcentual	Puntos porcentuales	Porcentaje
Bienes de consumo	2.944	3.674	730	24,8	4,7	17,5
Duraderos	1.516	1.958	442	29,2	2,8	10,6
No duraderos	1.429	1.716	287	20,1	1,8	6,9
Bienes intermedios	7.612	9.151	1.539	20,2	9,8	36,9
Combustibles y lubricantes 2/	244	520	276	113,5	1,8	6,6
Para la agricultura	605	668	62	10,3	0,4	1,5
Para la industria	6.499	7.566	1.068	16,4	6,8	25,6
Materiales de construcción	265	397	133	50,1	0,8	3,2
Bienes de capital	5.042	6.956	1.915	38,0	12,3	45,9
Para la agricultura	52	59	7	14,4	0,0	0,2
Para la industria	3.239	4.610	1.372	42,3	8,8	32,8
Equipo de transporte	1.751	2.287	536	30,6	3,4	12,8
Bienes no clasificados	31	17	(8)	(43,8)	(0,1)	(0,2)
Importaciones totales	15.629	19.799	4.175	26,7	26,7	100,0

1/ En millones de dólares.

2/ Incluye derivados del petróleo y del carbón.

Fuente: DANE y DIAN.

colombiana, y sólo superada en 1997, cuando alcanzó US\$4.753 m (4,5% del PIB), por efecto, entre otros factores, de los programas de privatización de diferentes empresas del Estado. Durante 2005 se llevó a cabo la venta a inversionistas extranjeros de importantes empresas, entre las que sobresalen Bavaria, Coltabaco y Granahorrar. De igual forma, los sectores minero y de petróleo presentaron ingresos significativos de inversión extranjera, que sumados se calculan en cerca de US\$3.100 m.

Estos ingresos fueron compensados parcialmente por los pagos netos de deuda externa y la acumulación de activos externos del sector público por US\$2.956 m. En particular, durante 2005 el Gobierno nacional realizó prepagos de deuda externa por US\$1.891 m y canjes de deuda externa por interna, que implicaron amortizaciones de deuda externa, superiores a las programadas en US\$666 m. Además, el Gobierno incrementó sus activos en el exterior en US\$264 m. Si se compara con años anteriores, es la primera vez en lo corrido de esta década que el sector público consolidado (financiero y no financiero) presenta salidas netas de capital y que reduce sus pasivos externos netos (Cuadro 20).

Cuadro 20
Flujos de capital público y privado: 2000-2005
(Millones de dólares)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (e)
Total cuenta de capital y financiera	58	2.459	1.279	746	3.207	3.306
I. Total sector privado	(394)	1.023	931	368	3.244	6.262
A. Inversión extranjera neta en Colombia	2.069	2.509	1.258	863	2.987	5.298
B. Resto sector privado sin IED	(2.463)	(1.485)	(327)	(495)	256	964
Largo plazo	(1.108)	(369)	(1.346)	(1.095)	(1.263)	(458)
Corto plazo	(1.355)	(1.117)	1.019	600	1.519	1.422
II. Total sector público	452	1.435	349	378	(36)	(2.956)
A. No financiero	1.253	1.906	475	665	382	(2.142)
B. Financiero	(800)	(471)	(126)	(287)	(419)	(814)
Sector público no financiero	1.253	1.906	475	665	382	(2.142)
Gobierno	2.026	2.650	771	1.673	864	(1.419)
Largo plazo	1.920	3.788	(648)	1.933	1.352	(1.155)
Desembolsos	2.870	5.485	2.246	4.786	2.750	3.935
Amortizaciones	950	1.697	2.894	2.853	1.398	5.090
Corto plazo (cartera y deuda)	106	(1.138)	1.419	(260)	(488)	(264)
Resto de entidades	(773)	(744)	(296)	(1.007)	(482)	(723)
Largo plazo	(298)	(360)	(473)	(505)	(490)	(60)
Desembolsos	368	259	224	130	140	378
Amortizaciones	666	619	697	635	631	438
Corto plazo (cartera y deuda)	(475)	(384)	177	(502)	9	(663)

(e) Estimado.

Fuente: Banco de la República.

Por su parte, se estima que el sector privado presentó entradas netas de capitales por concepto de endeudamiento externo y portafolio, por US\$964 m, frente a US\$256 m en 2004. Al igual que el año anterior, en 2005 los flujos netos de deuda externa de largo plazo fueron negativos en US\$458 m, mientras que el financiamiento neto de corto plazo, que incluye tanto deuda externa como flujos de capital de portafolio, fue positivo en US\$1.422 m. El financiamiento de corto plazo está en gran parte asociado con el crecimiento de la actividad comercial, en particular con el aumento de las importaciones.

Desde el año 2000 se ha venido registrando una caída en el endeudamiento externo del sector privado tanto a largo como a corto plazos. Este hecho contrasta con lo observado entre 1993-1997, período durante el cual el endeudamiento externo se constituyó en una fuente importante de financiamiento, superando en algunos años las entradas de inversión extranjera directa. Como se muestra en el Gráfico 45, los flujos de inversión directa han sido la principal fuente de financiamiento externo de los últimos cuatro años, a largo plazo.

Por último, se calcula que el saldo de la deuda externa total del país, a diciembre de 2005, es de US\$39.097 m (32,0% del PIB), del cual US\$24.493 m (63%) corresponden a la deuda pública y US\$14.604 (37%) a la privada (Cuadro 21). El saldo de la deuda externa de corto plazo asciende a US\$6.259 m (5,1% del PIB), del cual el 95% pertenece al sector privado.

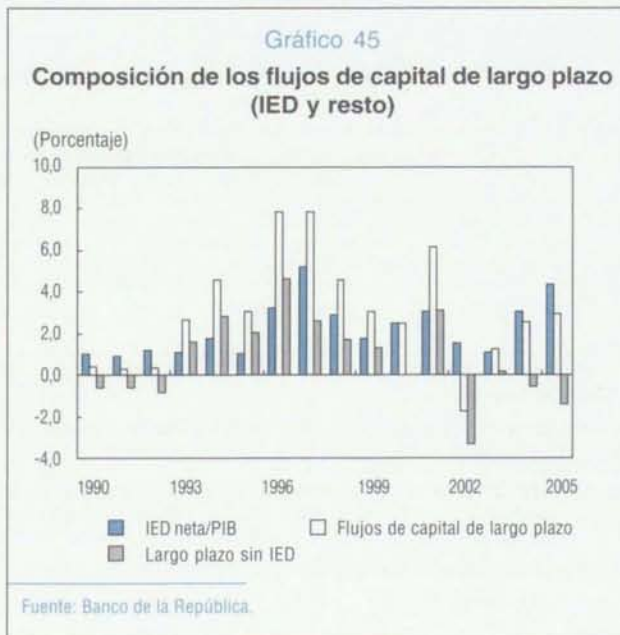
3. Variación de las reservas internacionales

En 2005 la acumulación de reservas internacionales brutas del Banco de la República, por metodología de balanza de pagos, fue de US\$1.570 m¹⁸, con un saldo de US\$14.947 m (12,1% del PIB). Dicho acervo equivale a 8,9 meses de importación de bienes, 5,7 meses de importaciones de bienes y servicios y 1,3 veces el valor de las amortizaciones de deuda pública y privada en un año. Como ya se mencionó, el Banco de la República realizó compras discrecionales de divisas por US\$4.658 m en 2005 y vendió divisas por US\$3.250 m al Gobierno nacional (véase Cuadro 4). Mayor detalle sobre el nivel de las reservas internacionales se presenta en el capítulo VI de este informe.

B. Perspectivas de la balanza de pagos para 2006

Para 2006 se proyecta un déficit en cuenta corriente de US\$2.692 m (2,0% del PIB). Este resultado estaría explicado, principalmente, por la reducción en el superávit de la balanza comercial de bienes, que pasaría de US\$1.644 m (1,3% del PIB), en 2005, a US\$125 m (0,1% del PIB), en 2006 (Cuadro 22).

De otro lado, en 2006 se proyecta un déficit en el rubro de renta de factores, inferior en US\$717 m al calculado para 2005. Este es el efecto combi-



¹⁸ La cifra de variación de reservas internacionales brutas de US\$1.570 m se refiere a un concepto de balanza de pagos que no incluye valorizaciones o desvalorizaciones de las reservas internacionales por diferencial cambiario o por tasas de interés. Como se explica en el capítulo de reservas y en el del balance del Banco, durante 2005 se registraron desvalorizaciones de las reservas internacionales, de forma que al ser éstas incluidas en la contabilidad, se llega a una variación de las reservas internacionales brutas de US\$1.417 m.

Cuadro 21
Saldo deuda externa de Colombia

	Millones de dólares					Porcentaje del PIB				
	2001	2002	2003	2004 (pr)	2005 (e)	2001	2002	2003	2004	2005
Saldo total	39.109	37.336	38.066	39.455	39.097	47,7	46,0	47,9	40,6	32,0
Sector público	23.468	22.781	24.527	25.779	24.493	28,6	28,1	30,9	26,5	20,0
Sector privado	15.640	14.555	13.538	13.676	14.604	19,1	17,9	17,0	14,1	11,9
1. Mediano y largo plazos	35.986	33.844	34.700	34.522	32.838	43,9	41,7	43,7	35,5	26,9
a. Sector público										
según prestatario										
Sector público										
no financiero	23.053	22.262	24.228	25.321	24.103	28,1	27,4	30,5	26,1	19,7
Gobierno	22.020	21.428	23.634	24.856	23.678	26,9	26,4	29,7	25,6	19,4
Entidades descentralizadas	18.188	18.013	20.663	22.320	21.194	22,2	22,2	26,0	23,0	17,3
Sector público financiero	3.832	3.415	2.970	2.536	2.485	4,7	4,2	3,7	2,6	2,0
Sector público financiero	1.033	834	594	465	424	1,3	1,0	0,7	0,5	0,3
b. Sector privado	10.332	9.145	8.369	7.173	6.681	12,6	11,3	10,5	7,4	5,5
Financiero	434	216	166	151	421	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3
No financiero	9.898	8.928	8.203	7.022	6.260	12,1	11,0	10,3	7,2	5,1
c. Arrendamiento financiero	2.601	2.438	2.104	2.029	2.054	3,2	3,0	2,6	2,1	1,7
Público	95	91	76	67	58	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Privado	2.507	2.347	2.028	1.962	1.995	3,1	2,9	2,6	2,0	1,6
2. Corto plazo	3.122	3.492	3.365	4.933	6.259	3,8	4,3	4,2	5,1	5,1
a. Sector público	320	429	224	391	332	0,4	0,5	0,3	0,4	0,3
b. Sector privado	2.802	3.063	3.141	4.542	5.927	3,4	3,8	4,0	4,7	4,8
Memo ítem:										
Saldo total sin arrendamiento financiero	36.507	34.899	35.962	37.427	37.043	44,5	43,0	45,3	38,5	30,3
Público	23.373	22.691	24.452	25.712	24.435	28,5	28,0	30,8	26,5	20,0
Privado	13.134	12.208	11.510	11.715	12.609	16,0	15,0	14,5	12,1	10,3

(e) Estimado.

(pr) Preliminar.

Fuente: Banco de la República.

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

Por último, se proyecta que el déficit que se genere en la cuenta corriente será más que financiado por recursos provenientes de inversión extranjera directa neta, la cual se espera que continúe siendo dinámica en los sectores de petróleo y de carbón, principalmente.

Cuadro 22
Proyección de la balanza de pagos de Colombia

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB		
	2004	2005 (e)	2006 (proy)	2004	2005 (e)	2006 (proy)
I. Cuenta corriente	(950)	(2.115)	(2.693)	(1,0)	(1,7)	(2,0)
A. Bienes y servicios no factoriales	(303)	(526)	(1.883)	(0,3)	(0,4)	(1,4)
1. Bienes	1.368	1.644	125	1,4	1,3	0,1
2. Servicios no factoriales	(1.671)	(2.170)	(2.008)	(1,7)	(1,8)	(1,5)
B. Renta de los Factores	(4.303)	(5.519)	(4.802)	(4,4)	(4,5)	(3,5)
C. Transferencias	3.656	3.930	3.992	3,8	3,2	2,9
II. Cuenta de capital y financiera, y variación de las reservas internacionales brutas	950	2.115	2.693	1,0	1,7	2,0
A. Inversión directa neta	2.987	5.298	3.806	3,1	4,3	2,8
B. Otros movimientos de capital (*)	(2.037)	(3.183)	(1.113)	(2,1)	(2,6)	(0,8)

(proy) Proyección.

(e) Estimado.

(*) Incluye operaciones del sector público, privado, errores y omisiones, y la variación de reservas internacionales brutas.

Fuente: Banco de la República.

RECUADRO 5

REMESAS DE TRABAJADORES Y SU IMPACTO ECONÓMICO

El flujo migratorio de colombianos hacia el exterior se ha incrementado significativamente a partir de 1996. Según cifras del DAS, entre 1996 y 2005 han salido en forma definitiva del país alrededor de 1'905.000 colombianos. Como resultado de este proceso se ha generado un importante flujo de remesas de trabajadores hacia el país, que en los cuatro años anteriores se ha convertido en la segunda fuente de ingresos corrientes de la balanza de pagos, con tasas de crecimiento anual superiores al 20%. Así, mientras que en 1996 los ingresos por remesas totalizaron US\$745 m, en 2005 éstas alcanzaron la suma de US\$3.313 m. Sin embargo, su ritmo de crecimiento ha venido disminuyendo en los dos años anteriores, cuando el aumento anual de las remesas fue cercano al 5% (Gráfico R5.1). Pese a su desaceleración reciente, las remesas familiares han adquirido una importancia significativa en términos del PIB, al pasar de representar el 1,9% del PIB en el año 2000 al 3,3% en el año 2004 y 2,7% en 2005 (Cuadro R5.1).

En general, las remesas familiares se destinan principalmente a financiar el consumo de los hogares, seguido por gastos en educación y salud, lo cual tiene un impacto directo

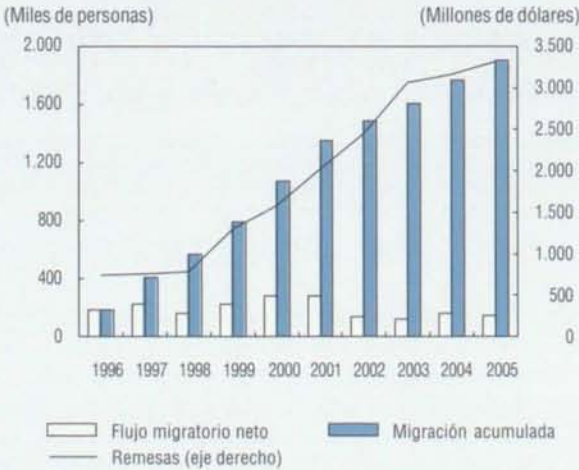
y otros efectos marginales sobre las variables sociales y económicas de cada país. La evidencia muestra un efecto positivo de las remesas sobre indicadores económicos, como los niveles de pobreza, la educación y la salud, el mercado laboral y la capacidad

de ahorro e inversión de la economía.

Un completo análisis de la evolución de las remesas de trabajadores hacia Colombia en los últimos años y su impacto económico se presenta en las notas editoriales de la *Revista del Banco de la República* de noviembre y diciembre de 2005. Como allí se ilustra, encuestas realizadas en la región del área metropolitana de centro-occidente (AMCO) muestran que las remesas son una fuen-

Gráfico R5.1

Colombia: flujo migratorio y remesas de trabajadores



Fuente: DAS, cálculos del Banco de la República. La cifra de 2005 es una estimación preliminar sujeta a revisión.

Cuadro R5.1

Balanza de pagos: ingresos de divisas por remesas de trabajadores en Colombia

	1999	2000	2001 (p)	2002 (p)	2003 (pr)	2004 (pr)	2005 (e)
Como porcentaje del PIB	15,05	18,83	24,65	30,25	38,40	32,66	27,00
Como porcentaje de los ingresos corrientes-balanza de pagos	7,81	8,42	10,86	13,71	15,41	13,15	11,23
Como porcentaje de las exportaciones de bienes	10,78	11,50	15,73	19,92	22,13	18,38	15,24
Como proporción de:							
Ingresos por inversión extranjera directa (porcentaje)	86,04	65,89	80,06	116,04	169,91	101,28	

(p) Provisional.

(pr) Preliminar.

(e) Estimado.

Fuente: Banco de la República.

te fundamental para financiar el gasto corriente y que posibilitan el ahorro de los hogares receptores. Es así como, en 2004, cerca del 85% del valor de las remesas recibidas por los hogares de esa región del país se destinaron a gasto recurrente. Por su parte, del 13,4% de los hogares de dicha región que pudieron ahorrar, el 14,5% lo hicieron gracias a las remesas.

Respecto a la contribución de las remesas a la inversión, se ha producido un importante aumento en los giros por remesas destinados a compra de vivienda en Colombia, tal como se deduce de información recogida en diferentes ciudades de los Estados Unidos y España, donde se concentra la población colombiana residente en el exterior. De acuerdo con cifras de la balanza cambiaria, los giros de remesas destinados para tal fin totalizaron US\$104 m en 2005.

En relación con la pobreza, hay evidencia de que las remesas ayudan a reducirla, aunque su impacto no es de gran magnitud. Por ejemplo, en la región AMCO de Colombia, el 59,4% de los hogares receptores de remesas se encuentran bajo la línea de pobreza, frente al 64,3% de los hogares que no reciben estos ingresos.

Por su parte, los efectos de las remesas sobre el mercado laboral son ambiguos. De un lado, se producen impactos directos como la reducción de la oferta de mano de obra resultante de la emigración de trabajadores y la creación de empleos en los países receptores de remesas. De otra parte, se generan efectos indirectos asociados con el estímulo que producen las remesas sobre el consumo de bienes no transables, que aumentan la demanda de mano de obra en estos sectores o, con el desincentivo al esfuerzo laboral que pueden producir las remesas sobre los beneficiarios de las mismas.

Kugler (2006) modeló para Colombia el impacto que los ingresos por remesas tienen sobre la creación de empleo y la formación de capital humano, hallando que estos flujos de divisas incrementan las oportunidades de asistencia escolar y, por tanto, contribuyen a la formación de capital humano. Este incremento en mano de obra calificada induce la creación de empleo y la demanda de este recurso en la economía receptora.

REFERENCIA BIBLIOGRÁFICA

Kugler, Maurice (2006). «Migrant Remittances, Human Capital Formation and Job Creation Externalities in Colombia», en Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 370.

VI. RESERVAS INTERNACIONALES

A diciembre de 2005 las reservas internacionales netas totalizaron US\$14.947,3 m¹⁹. Durante este año se compraron reservas a través del mecanismo de intervención discrecional por un valor de US\$4.658,4 m, se hicieron operaciones de venta de divisas y de traslado de utilidades al Gobierno por US\$3.250 m y US\$196 m, respectivamente, y se obtuvo un rendimiento neto de las inversiones de las reservas internacionales (US\$81,4 m). Como resultado neto de estas operaciones, en 2005 se acumularon reservas internacionales netas por valor de US\$1.411,5 m, cuantía que es inferior a la acumulación de 2004, cuando se registró un aumento de reservas de US\$2.620 m. A continuación se discuten los indicadores de vulnerabilidad de la economía asociados con el nivel de reservas, y la evaluación de su nivel adecuado. En la última parte se explica la composición y los criterios de manejo de las reservas internacionales.

A. Nivel de reservas internacionales y vulnerabilidad externa de la economía

En los años recientes, con posterioridad a la crisis de los mercados de capitales externos de finales de los años noventa, los países emergentes han acumulado un gran acervo de reservas internacionales. Esto en general se ha justificado en la necesidad de contar con un grado adecuado de liquidez internacional que les permita enfrentar eventos inesperados tales como choques a los términos de intercambio, pánicos financieros, contagio de otras crisis y demás factores que puedan originar reversión en flujos de capital. En este contexto, se argumenta que mantener un nivel adecuado de reservas internacionales no sólo ayuda a enfrentar dichos choques sino que incluso puede disminuir la probabilidad de ocurrencia de los mismos.

Lo anterior es cierto aun en regímenes de flotación cambiaria, donde se presume que la tasa de cambio está más en línea con sus determinantes y no se necesitaría un nivel elevado de reservas. La experiencia internacional muestra que los choques inesperados también afectan a los países con tasa de cambio flexible, en particular a aquellos que están excesivamente endeudados en moneda extranjera y no tienen cómo cubrirse frente a devaluaciones masivas. Por esta razón, se ha observado que países emergentes con tasa de cambio flotante también mantienen considerables niveles de reservas.

¹⁹ Las reservas netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República; estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. A menos que se indique lo contrario, todas las cifras en este documento corresponden al fin del mes de diciembre de 2005 y son cifras provisionales; igualmente, las cifras puede que no coincidan debido a las aproximaciones.

En Colombia se registró una importante acumulación de reservas internacionales después de la crisis de 1999, llevando el nivel de reservas desde US\$8.100 m, a finales 1999, hasta US\$10.900 m en diciembre de 2003, año en el cual el Banco publicó un estudio donde explicó los diferentes criterios utilizados para evaluar el nivel de reservas adecuado²⁰. Con base en esos criterios se determinó que en ese momento el país no tenía grandes excedentes de reservas internacionales. Este resultado se obtuvo de la revisión de los indicadores más utilizados por los mercados para medir la vulnerabilidad externa de la economía y de la realización de un análisis de costo-beneficio, el cual reconoce que si bien mantener reservas puede hacer la economía menos vulnerable a choques externos trae asociado un costo de oportunidad, dado que las reservas pueden tener un menor rendimiento financiero que otros usos alternativos.

En el estudio también se concluyó que la utilización de reservas internacionales para prepagar deuda externa pública debía tener en cuenta dos factores: i) los beneficios financieros resultantes del ahorro de intereses en la medida en que la deuda externa pública tiene un costo financiero mayor al rendimiento de las reservas, y ii) los mayores costos financieros para la deuda futura, dado que la disminución del nivel de reservas de la economía puede afectar la percepción del riesgo de un país y, a través del incremento en el margen, puede elevar el costo de endeudamiento de la economía. En diciembre de 2003 se concluyó que no había mucho espacio para utilizar reservas internacionales en el prepago de deuda externa, ya que el sobre costo en la nueva financiación sobrepasaba los beneficios financieros de la operación de prepago; por esta razón, en 2004 se decidió venderle al Gobierno nacional un monto moderado de reservas, US\$500 m.

Entre 2004 y 2005, en medio de un cambio en los entornos externo e interno, el país continuó acumulando reservas internacionales, alcanzando un nivel cercano a US\$15.000 m en diciembre de 2005, aun después de que el Banco realizó ventas al Gobierno por US\$3.750 m entre 2004 y 2005. El cambio favorable de los entornos también ha afectado los factores que determinan el nivel adecuado de reservas, como el PIB en dólares y el margen de la deuda externa colombiana. Como se verá más adelante, la evolución de estas variables implicó que la acumulación de reservas estuviera acompañada de un aumento en su nivel adecuado.

²⁰ Véase «Análisis del nivel adecuado de reservas internacionales», Separata Especial, *Revista del Banco de la República*, diciembre de 2003, <http://banrep.gov.co/publicaciones/reservas_internacionales.eral.dfj>.

1. Evolución de los indicadores tradicionales de liquidez externa

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

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

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

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.

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

Otros indicadores de reservas: en complemento con los indicadores de vulnerabilidad se mide el tamaño de las reservas con respecto a otras variables de la economía: i) el indicador tradicional de reservas/importaciones; ii) la relación de reservas a PIB; y iii) la relación entre reservas y el agregado monetario amplio, M3.

El Cuadro 23 presenta la evolución de los indicadores anteriormente descritos durante el período de 2002 a 2005 para el caso colombiano. Su examen revela que para los indicadores clasificados en los grupos A y B hubo una mejora considerable en los de amortizaciones y los de liquidez externa hasta 2004. Sin embargo, todavía algunos de ellos (reservas/amortizaciones + déficit en cuenta corriente) muestran valores cercanos a uno al finalizar 2005.

Cuadro 23
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2002	2003	2004	2005 (e)
Saldo				
Reservas internacionales netas (millones de dólares)	10.841	10.916	13.536	14.947
Indicadores				
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa				
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	10.146	10.173	8.961	13.120
Reservas netas/amortizaciones deuda externa del año en curso	1,07	1,07	1,51	1,14
Reservas netas/amortizaciones deuda externa del siguiente año	1,07	1,22	1,03	1,30
B. Posición adecuada de liquidez externa				
RIN/servicio de la deuda año corriente	0,86	0,87	1,18	0,93
RIN/servicio de deuda año siguiente	0,86	0,95	0,85	1,05
RIN/amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	0,94	0,98	1,37	0,98
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	0,97	1,10	0,89	1,05
C. Otros indicadores de reservas internacionales				
RIN como meses de importación	8,46	7,88	8,19	7,25
RIN/M3 (porcentaje)	41,85	36,47	33,31	30,33
RIN/PIB (porcentaje)	13,36	13,58	13,76	12,08

(e) Estimación.

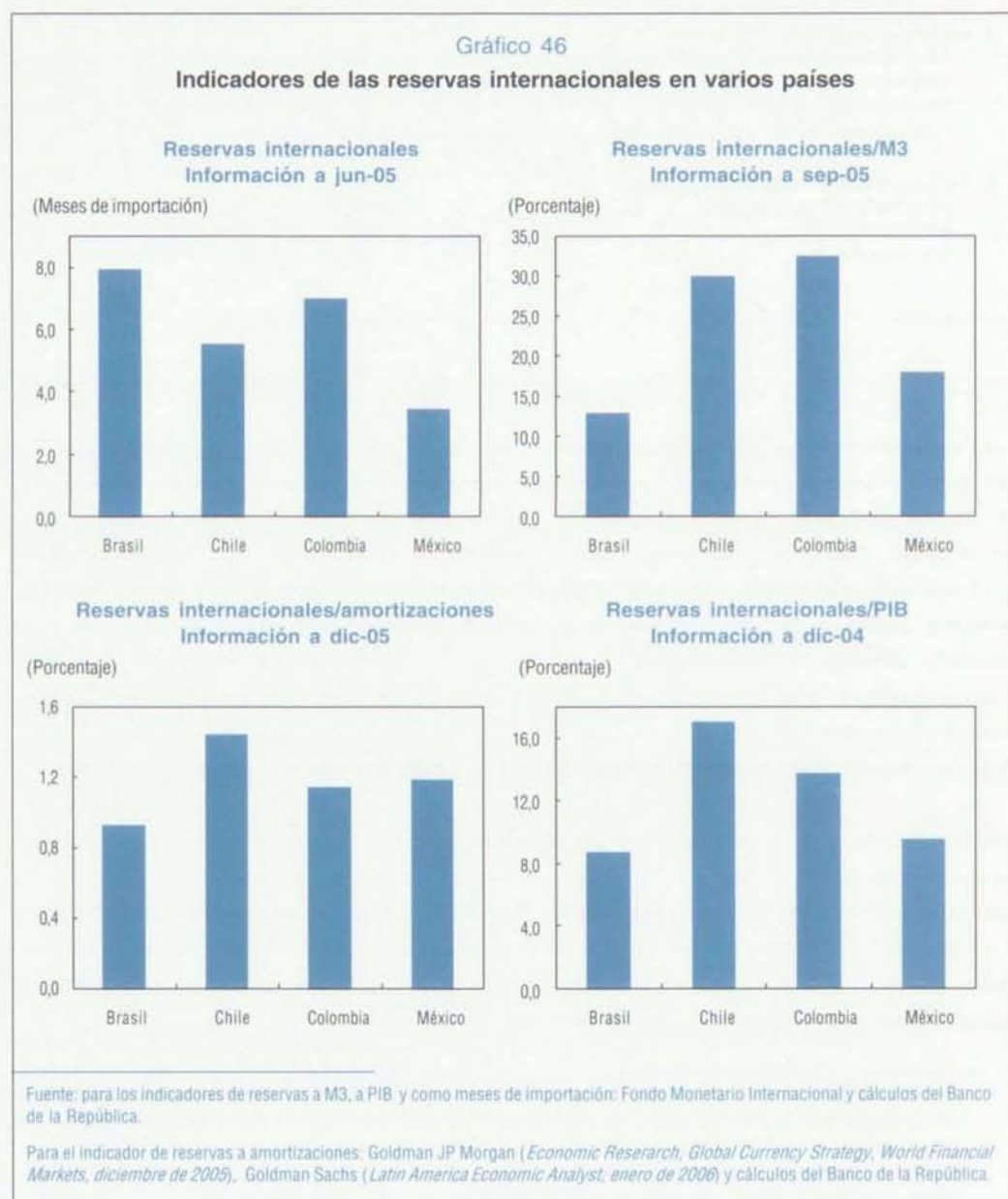
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Los indicadores de vulnerabilidad externa se vieron influidos 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. En particular se destaca lo siguiente: i) los indicadores que consideran las amortizaciones y el servicio de deuda del año siguiente se debilitaron en 2004, pero mejoraron en 2005, y ii) los indicadores que consideran las amortizaciones y el servicio de deuda del año corriente fueron afectados negativamente en 2005. Como quiera que estos prepagos de deuda externa repercutieron favorablemente sobre el perfil y la trayectoria futura de las amortizaciones, es de esperar una mejora significativa de estos indicadores en 2006²¹.

En la tercera parte del cuadro se observa que las reservas se han mantenido por encima a siete meses de importaciones, nivel superior a los estándares internacionales para este indicador. Por otra parte, también se advierte que a pesar del aumento en el saldo de reservas, su tamaño respecto del PIB en dólares no se ha elevado, y se presenta una disminución con respecto al tamaño de los depósitos en el sistema financiero (M3).

²¹ Es importante anotar que las amortizaciones de 2006 consideradas para el cálculo de los indicadores de reservas/amortizaciones y servicio de deuda del año 2006 no incluyen US\$600 m de prepagos de deuda externa realizado por el Gobierno en la segunda semana de marzo; no obstante, si se incorpora este prepagos estos mismos indicadores mostrarían una mejora con respecto a los de 2004.

Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a otros países de la región, se encuentra que para el indicador de reservas como meses de importación, Colombia tiene una posición relativa superior a la de Chile y México e inferior a la de Brasil. Por su parte, el indicador reservas/M3 es superior para Colombia en relación con los mismos países. Sin embargo, en el indicador reservas/amortizaciones la posición de Colombia es inferior a la de Chile y México, pero superior a la de Brasil (Gráfico 46). Como proporción del PIB la posición de Colombia es inferior a la de Chile y superior a la de Brasil y México.



Lo anterior sugiere que Colombia no ha acumulado reservas internacionales en exceso al compararse con otros países similares de la región que están sujetos a choques externos similares; al respecto, debe señalarse que la mayoría de los países emergentes han acumulado una gran cantidad de reservas con posterioridad a la crisis de los mercados de capital externo de finales de los años noventa.

2. Análisis de costo-beneficio para la determinación del nivel adecuado de reservas

Un enfoque complementario para evaluar el nivel adecuado de reservas es el análisis de costo-beneficio, el cual reconoce, que, si bien la acumulación de reservas mejora las condiciones de liquidez y reduce la vulnerabilidad externa de la economía, estos beneficios deben ser balanceados con el costo de oportunidad que surge cuando los bancos centrales invierten en activos líquidos de bajo riesgo y con rendimiento inferior al de usos alternativos de las reservas (por ejemplo, prepagar deuda externa). De aquí que el nivel adecuado de reservas dependa de la evolución de las variables que determinan los beneficios y los costos de mantener reservas, las cuales describimos a continuación:

- *Beneficios:* en estos modelos el beneficio de acumular reservas se refleja en la disminución de la probabilidad de que ocurra una crisis y de la pérdida de producto por evitarla. Adicionalmente, aun si ésta ocurre, un mayor nivel de reservas internacionales hace menos costoso el ajuste del gasto. Por lo tanto, aumentos del valor del PIB en dólares elevan el beneficio de acumular reservas, mientras que la disminución de probabilidad de ocurrencia de una crisis disminuye la utilidad de tener más reservas.
- *Costos:* el costo de oportunidad de acumular reservas se mide como la diferencia entre el costo de endeudarse en el exterior y la tasa de rendimiento de los activos en el exterior. Esta diferencia se expresa usualmente por medio del margen que cada país paga en la colocación de su deuda. En este caso, caídas en el margen disminuyen el costo de oportunidad de acumular más reservas y viceversa.

Un ingrediente crucial en este modelo es la relación directa entre el margen de colocación de la deuda externa y la probabilidad de crisis. Los mercados, al determinar el margen (o sobrecosto) de la deuda externa, están implícitamente evaluando la probabilidad de ocurrencia de una crisis. De otra parte, dado que el margen depende de los indicadores macroeconómicos, se establece una relación entre estos y la probabilidad de crisis. Así, la probabilidad de crisis externa dependerá de indicadores de liquidez internacional (p. e.:

relación reservas / importaciones o reservas / amortizaciones), de indicadores de solvencia (p. e.: la relación deuda / exportaciones), del grado de apertura de la economía, del efecto contagio de otras economías emergentes, y de otras variables macroeconómicas y financieras.

A continuación se presenta una actualización de los resultados del modelo utilizado en diciembre de 2003 (Cuadro 24). Por la dificultad para cuantificar el costo de una crisis ya que ello depende de su magnitud y duración, los resultados son presentados suponiendo un menú de costos de crisis que van desde 1% hasta el 100% del PIB trimestral en dólares²². Para cada período se reestimó el modelo de probabilidad y luego se modificó el costo de la crisis en términos de la pérdida del producto. Así, en todos los años se observa que entre más alta la pérdida de producto, más elevado es el monto de reservas óptimas, lo cual resalta el papel precautelativo de las reservas para enfrentar choques de externos.

También se puede denotar que el nivel de reservas óptimas estimado aumentó para todos los costos de crisis entre diciembre de 2003 y diciembre de 2004, y luego se estabilizó en niveles similares a los de diciembre de 2004 para la mayoría de los casos. El incremento del nivel de reservas óptimas es coherente con los cambios en los entornos interno y externo, que dieron lugar a la acumulación de reservas internacionales, como se muestra en el Cuadro 25.

La evolución de las variables presentadas en el cuadro afecta la determinación del nivel adecuado de reservas de la siguiente manera:

Cuadro 24					
Estimación del nivel óptimo de reservas internacionales, 2003-2005					
Costo de la crisis (Porcentaje)	Dic-03	Jun-04	Dic-04	Jun-05	Dic-05
1,0	5.885	7.085	8.660	8.715	8.825
4,0	9.075	11.155	13.240	13.185	13.025
5,5	9.925	12.235	14.465	14.385	14.175
10,0	11.685	14.465	17.005	16.885	16.585
40,0	16.675	20.925	24.400	24.195	23.695
100,0	20.095	26.085	30.625	30.555	29.895
Reservas internacionales observadas (promedio trimestral)	10.729	11.464	12.933	13.473	14.648
Fuente: cálculos realizados con base en la actualización del modelo de reservas óptimas presentado en el documento «Análisis del nivel adecuado de reservas internacionales» de diciembre de 2003, Banco de la República.					

²² Este porcentaje debe interpretarse como la pérdida de producto durante la duración de una crisis, expresada como el porcentaje del PIB de un trimestre. En el modelo original de Ben Bassat y Gottlieb (1991) se estima que la pérdida de producto con una crisis tiene una duración de siete años.

Cuadro 25

Variables determinantes en el modelo del nivel óptimo de reservas internacionales

Variable	Unidad	Dic-03	Jun-04	Dic-04	Jun-05	Dic-05
Libor seis meses	Porcentaje	1,23	1,53	2,48	3,49	4,53
Margen de la deuda externa de Colombia	Puntos básicos	401	413	331	336	228
Saldo de la deuda externa privada total	Millones de dólares	13.539	13.303	13.677	13.663	14.631
Saldo de la deuda externa pública total	Millones de dólares	24.527	24.295	25.779	23.402	24.056
Reservas internacionales (promedio último trimestre)	Millones de dólares	10.729	11.464	12.933	13.473	14.648
PIB (trimestral)	Millones de dólares	21.147	23.244	27.048	30.651	32.383
Exportaciones de bienes FOB (trimestral)	Millones de dólares	3.372	3.977	4.613	5.533	5.110
Importaciones de bienes FOB (trimestral)	Millones de dólares	3.360	3.723	4.406	4.968	5.348
Amortizaciones de los siguientes cuatro trimestres	Millones de dólares	5.595	7.097	8.207	6.710	4.768
Margen de la deuda externa Latinoamérica	Puntos básicos	468	479	379	345	274

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

Factores que justifican un mayor nivel de reservas:

- La caída en el margen de la deuda externa colombiana representa una disminución en el costo de oportunidad de mantener reservas. Esta caída del margen ha estado determinada por factores internos y externos. Entre los primeros tenemos el aumento en la razón reservas/amortizaciones, y la reducción de la razón deuda/exportaciones. De otra parte, la abundante liquidez en los mercados internacionales de capital ha llevado a la disminución del margen para los países latinoamericanos, lo cual a su vez ha afectado favorablemente el margen de Colombia.
- El incremento del PIB en dólares, resultado tanto de la revaluación de la tasa de cambio, como del crecimiento mismo de la economía, hace más costosa la eventualidad de una crisis y, por tanto, aumenta el beneficio de mantener reservas por razones precautelativas (en caso de producirse una crisis externa).

Factores que justifican un menor nivel de reservas:

- La reducción observada del margen de endeudamiento externo y la evolución de sus variables determinantes, implican una disminución de la probabilidad de crisis (o de cesación de pagos) y con ello disminuye la necesidad de acumular reservas.
- De acuerdo con los resultados, el aumento en las reservas óptimas estimadas indica que en Colombia han dominado los factores que favorecen la acumulación de reservas, esto es, la reducción en el costo de oportunidad (margen) y el aumento del PIB en dólares que hace más costosa la eventualidad de una crisis.

En los años recientes de fuerte acumulación de reservas, el Banco ha realizado ventas de reservas al Gobierno por los siguientes montos: US\$500 m en 2004, US\$3.250 m en 2005 y US\$1.000 m en el primer trimestre de 2006. Estas operaciones se han justificado debido al alto nivel de reservas alcanzado. Adicionalmente, estas operaciones le han permitido al Banco de la República adelantar compras definitivas de TES, sin ningún efecto monetario neto, lo que le permite mantener un acervo suficiente de títulos de deuda pública, en caso de que juzgue conveniente realizar operaciones de esterilización permanentes. A su vez, el Gobierno ha utilizado estos recursos para cubrir sus necesidades de financiamiento y prepagar deuda externa.

B. Composición de las reservas internacionales y criterios de su administración

El principal componente de las reservas internacionales lo constituye el tramo de inversión con el 91,0% del total (US\$13.603,9 m)²³. El saldo restante está distribuido en: i) la posición de reservas en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (Flar) (US\$730,7 m); ii) los derechos especiales de giro (DEG) por US\$175,0 m; iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US\$267,2 m, y iv) los depósitos a la orden y el efectivo en caja (US\$179,9 m). Así mismo, se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$9,3 m (Cuadro 26).

Los criterios de administración de las reservas internacionales establecidos por el Banco de la República son, en orden de importancia: seguridad, liquidez y rentabilidad. Conforme a estos criterios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario, y una parte de ellas se mantiene como capital de trabajo para garantizar su disponibilidad inmediata.

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

Del tramo de inversión, el Banco de la República gestionó directamente US\$6.499,1 m (47,8% del total del tramo), incluido el capital de trabajo por

²³ El tramo de inversión se refiere a los recursos de portafolios administrados internamente, portafolios delegados, y la suma que se destina a capital de trabajo.

Cuadro 26
Composición de las reservas internacionales

Descripción	Dic-03		Dic-04		Dic-05	
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje
Caja	77,9	0,7	16,4	0,1	179,9	1,2
Efectivo en caja	77,2	0,7	15,8	0,1	2,8	0,0
Depósitos a la orden	0,7	0,0	0,5	0,0	177,1	1,2
Inversiones	9.770,5	89,5	12.336,3	91,1	13.603,9	91,0
Portafolio directo	4.519,3	41,4	6.947,5	51,3	6.499,1	43,5
Portafolio en administración	5.251,2	48,1	5.388,8	39,8	7.104,7	47,5
Oro	136,4	1,2	143,2	1,1	167,6	1,1
En caja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
En custodia	136,4	1,2	143,2	1,1	167,6	1,1
Fondo Monetario Internacional	597,2	5,5	626,7	4,6	583,5	3,9
DEG	172,5	1,6	182,9	1,4	175,0	1,2
Posición de reserva	424,7	3,9	443,9	3,3	408,5	2,7
Fondo Latinoamericano de Reservas (Flar)	333,3	3,1	340,2	2,5	342,2	2,3
Aportes	313,3	2,9	320,2	2,4	322,2	2,2
Pesos andinos	20,0	0,2	20,0	0,1	20,0	0,1
Convenios internacionales	6,0	0,1	77,1	0,6	79,6	0,5
Total reservas brutas	10.921,4	100,1	13.539,9	100,0	14.956,6	100,1
Pasivos de corto plazo	5,8	0,1	4,1	0,0	9,3	0,1
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	5,8	0,1	4,1	0,0	9,3	0,1
Total de reservas netas	10.915,6	100,0	13.535,8	100,0	14.947,3	100,0

Fuente: Banco de la República.

US\$1.461,9 m. Las firmas especializadas Barclays Global Investors, J. P. Morgan, Investment Stanley Management Inc., Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Financial, Wellington Management y Pacific Investment Management Co. administraron el restante 52,2% (US\$7.104,7 m). Durante 2005 el Banco de la República revisó el desempeño del programa de administración externa, lo que conllevó a la exclusión de un administrador del programa y a la contratación de tres nuevas firmas –en el Recuadro 6 se presenta un breve resumen del desarrollo de este proceso–.

El portafolio de inversiones se concentra principalmente en el sector soberano, incluyendo activos a corto y largo plazos, con un 69,3% del portafolio, y la proporción restante se distribuye entre los demás sectores así: 15,7% en

el sector bancario, 8,4% en el corporativo, 1,3% en el supranacional, 3,4% en el Banco de Pagos Internacionales (Bank International of Settlements –BIS, por su sigla en inglés–) y 1,9% en acuerdos de recompra en la Reserva Federal de Nueva York. A diciembre de 2005 la distribución por calidad crediticia de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas²⁴ fue la siguiente: 25,0% «P-1»²⁵; 0,6% «P-2»²⁶; 63,3% «AAA»; 2,6% «AA»; 3,2% «A»; 3,4% en el BIS y 1,9% 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 27 se presentan los rendimientos de los distintos portafolios que conforman el tramo de inversión de las reservas internacionales.

En términos de las principales variables que explican el rendimiento del tramo de inversión de las reservas se puede apreciar que, a diferencia de lo ocurrido en los años anteriores, durante 2005 las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos aumentaron sustancialmente, influenciadas

Cuadro 27
Rendimiento de los portafolios de las reservas internacionales (2005)
(Porcentaje)

Administrador	Rendimientos de portafolios		
	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia
Banco de la República 1/	0,14	0,14	0,00
Barclays Global Investors	(0,85)	(1,58)	0,73
G.P. Morgan Investment Management	(1,28)	(1,58)	0,30
Goldman Sachs Asset Management	1,98	1,78	0,20
Morgan Stanley Investments 2/	1,37	1,17	0,20
BlackRock Financial 3/	0,85	0,80	0,04
Wellington Management 3/	0,71	0,80	(0,10)
Pacific Investment Management Co 3/	0,18	0,20	(0,02)
Capital de trabajo	3,15		

Cifras provisionales sujetas a revisión.
1/ No incluye capital de trabajo.
2/ Período de medición: diciembre 31 de 2004 a octubre 31 de 2005.
3/ Período de medición: octubre 31 de 2005 a diciembre 31 de 2005.
Fuente: Banco de la República.

²⁴ Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings.

²⁵ En la escala de las calificaciones de corto plazo «P-1» representa la mejor.

²⁶ Los emisores con esta calificación tienen una fuerte capacidad de repagar sus deudas a corto plazo.

por el incremento en la tasa de referencia de la Reserva Federal (Fed Funds) de 2,25% a 4,25% en el año. Adicionalmente, el dólar estadounidense se revaluó frente al euro y al yen japonés en 12,98% y 13,05%, respectivamente (Gráfico 47).

Debido a que, por definición, una de las funciones de las reservas internacionales es servir de fuente de liquidez ante un eventual cierre de los mercados externos, las inversiones de las reservas se mantienen en las principales

Gráfico 47

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

Comportamiento de la nota del Tesoro a dos años frente a fondos federales en Estados Unidos, 2005 1/

Euro frente a dólar, 2005 2/



Yen frente a dólar, 2005 3/



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

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

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

Fuente: Bloomberg.

divisas donde el país tiene concentrada la mayor parte de sus obligaciones en el exterior (pagos de deuda e importaciones). Por esta razón, la composición cambiaria objetivo del portafolio de inversión de las reservas internacionales está definida de la siguiente manera: 85% en dólares, 12% en euros y 3% en yenes²⁷.

Como la contabilidad de las reservas se lleva en dólares estadounidenses, una fuerte valorización del dólar frente al euro y al yen provoca pérdidas por diferencial cambiario como las registradas en el año 2005. Teniendo en cuenta la alta volatilidad de las monedas frente al dólar, el Banco de la República cuenta con una reserva para fluctuación de monedas, la cual se incrementó en el año 2004 a \$1.768,1 mm, previendo una posible reversión a la tendencia devaluacionista del dólar. En el año 2005 se usaron \$427,2 mm de esta reserva para enjugar parte de las pérdidas registradas durante ese año por concepto de diferencial cambiario.

Con respecto al aumento de las tasas de interés de referencia de corto plazo en los Estados Unidos, éstas también afectaron la valoración de los títulos a plazos superiores a un año denominados en dólares, títulos en los que se concentra una parte importante de las inversiones de las reservas, ya que aumentos en tasas de interés tienen un efecto negativo sobre el precio de este tipo de activos. Sin embargo, el aumento de las tasas de interés fue beneficioso para las inversiones en instrumentos con vencimientos inferiores a un año, y donde también hay una porción sustancial de las inversiones de las reservas, dando como resultado final un rendimiento por tasas de interés en 2005 superior al registrado en los dos años anteriores, donde predominó un ambiente global de bajas tasas de interés.

El rendimiento neto del total de las reservas internacionales a 31 de diciembre de 2005 fue de US\$81,4 m; las pérdidas debidas a movimientos en las tasas de interés y diferencial cambiario sumaron US\$296,9 m, y fueron contrarrestadas por los rendimientos por causación de interés, que ascendieron a US\$378,4 m.

El constante aumento en las tasas de interés durante el año, así como el fortalecimiento del dólar frente a las principales monedas de los países desarrollados arrojó como consecuencia que la rentabilidad del tramo de inversión de las reservas haya sido el más bajo en la presente década, en línea con lo proyectado en 2004.

En el Gráfico 48 se puede apreciar la tasa de rendimiento acumulada de las reservas frente a la tasa libre de riesgo en dólares, y se desagrega el retorno

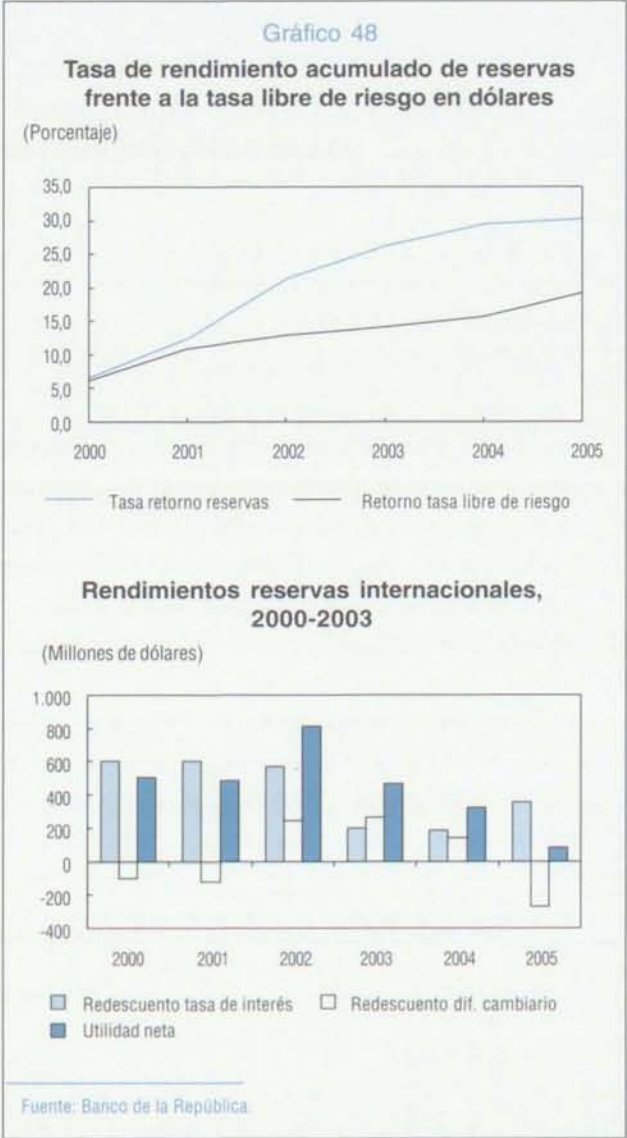
²⁷ Esta composición aplica al tramo de inversión, excluyendo el capital de trabajo.

de las reservas en dólares por la causación y la valorización de sus instrumentos de renta fija («Rendimiento por tasa de interés») y por el diferencial cambiario frente a dólares estadounidenses («rendimiento por diferencial cambiario»).

Finalmente, es importante reiterar que, como se ha mencionado en informes pasados, el Banco de la República posee una estructura extensiva para el control de las inversiones de las reservas internacionales. Además de existir controles internos, el Banco es auditado por dos fuentes distintas: i) por la firma externa Deloitte & Touche, contratada en el año 2002, y ii) por una auditoría designada por el Presidente de la República.

Entre las labores de control que ejerce la auditoría del Banco, relacionados con la inversión de las reservas internacionales, se destacan

los siguientes aspectos: i) labor permanente de monitoreo sobre las operaciones de inversión con el propósito de verificar, entre otros, la adherencia a las disposiciones establecidas por el Comité Interno de Reservas, la seguridad y la salvaguarda de los activos adquiridos, el cumplimiento de las obligaciones que por su administración se deriven, el desempeño financiero frente al portafolio de referencia y la efectividad de la administración en la gestión de los riesgos de liquidez, cambiario, crediticio y de mercado; ii) revisión de factores de riesgo en los procedimientos operativos internos, y iii) periódicamente se adelantan visitas de auditoría a administradores externos de portafolio y custodios, donde se examina el ambiente de control interno establecido por dichas instituciones para el manejo y control de los recursos entregados en administración.



RECUADRO 6

REVISIÓN DEL PROGRAMA DE ADMINISTRACIÓN EXTERNA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Desde 1994, el Banco de la República cuenta con un programa de delegación de portafolios a firmas expertas en la administración de portafolios de renta fija, con el objetivo de mejorar la rentabilidad de las reservas, así como de beneficiarse de la transferencia de conocimiento y tecnología que estas firmas puedan brindar. En 2002 se reestructuró el programa y se cambiaron las condiciones de riesgo y rendimiento que deben aplicar a estos portafolios delegados, a la luz de la mayor experiencia y conocimiento del Banco sobre el manejo de portafolios de inversión. Como parte de la reestructuración, se estableció que en períodos de tres años se evalúa la gestión de los administradores de los portafolios con base en el cumplimiento de los objetivos definidos para cada mandato, y en la generación de valor agregado medido a través del exceso de rendimiento obtenido dentro de los estrictos parámetros de riesgo definidos.

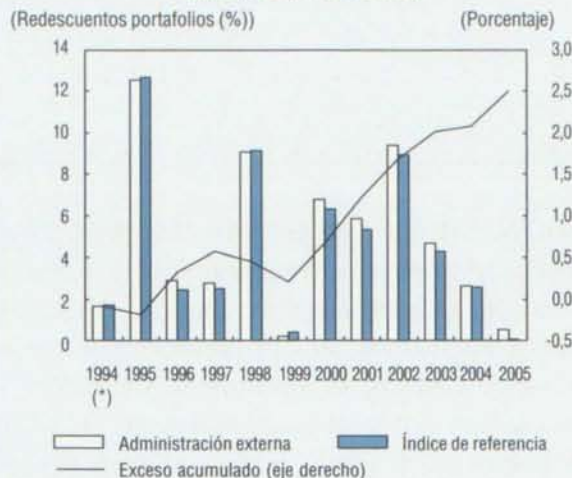
Teniendo en cuenta el incremento en el nivel de reservas internacionales, y la posibilidad de reemplazar a algún administrador que no cumpliera con los objetivos del programa, en diciembre de 2004 el Comité de Reservas, el máximo órgano responsable de la definición

de las políticas de administración de las reservas internacionales, decidió comenzar con un proceso de búsqueda de las firmas mejor preparadas para administrar un portafolio como el de las reservas internacionales.

El proceso consistió en convocar a las diez mayores firmas de administración de portafolios de renta fija del mundo, y a parte de las que trabajan con el Banco en la actualidad. La convocatoria que se llevó a cabo en el mes de febrero, a través

Gráfico R6.1

Desempeño del programa de administración externa: jun/94-dic/05



(*) Para 1994 el retorno representa el período de junio 30 de 1994 a diciembre 31 de 1994.

Fuente: Banco de la república.

de una Solicitud de Propuesta, se indagó sobre las capacidades de cada administrador haciendo énfasis en una descripción minuciosa de temas tales como la estructura de la empresa, el tamaño de los montos bajo su administración, el tipo de clientes con los que trabaja, su situación legal y reputación. Adicionalmente, se da gran importancia al análisis de su filosofía de inversión, el proceso de toma de decisiones, las herramientas de análisis y control de riesgos. Otro punto por evaluar fue su rendimiento en portafolios comparables a los de las reservas, y su capacidad de generación constante de excesos de rendimiento frente a un índice de referencia, entre otros.

El proceso le sirvió al Banco para comprobar que en la actualidad trabaja con firmas del más alto nivel y para conocer a otras firmas con procesos muy robustos y estilos de inversión diferentes que podrían complementar el programa actual.

De las diez firmas contactadas inicialmente, las cuatro que obtuvieron una calificación sobresaliente pasaron a la etapa final, en donde se comprobó la veracidad de la información enviada en la Solicitud de Propuesta y se conocieron los equipos encargados de las inversiones y de control de riesgo de cada una de estas firmas finalistas. Entre tanto, en agosto de 2005, y debido al bajo rendimiento obtenido durante treinta meses del programa, el Comité de Reservas decidió cancelar el contrato con la firma J. P. Morgan Stanley Investment Management Inc., cancelación que sería efectiva a partir del 31 de octubre de 2005, abriendo así la oportunidad de contratar un mayor número de firmas que el inicialmente planeado. En agosto de 2005, y luego de seis meses de evaluación, el Banco decidió contratar a tres nuevos administradores: BlackRock Financial Management y Wellington Management Company, para formar parte del mandato de Rotación y, a Pacific Investment Management Company, para formar parte del mandato Global. Todas estas firmas son reconocidas mundialmente como líderes en la administración de fondos.

Cuadro R6.1

Mandato de rotación	Mandato global
El objetivo del mandato de rotación es el de generar consistentemente excesos de retorno frente a su índice de referencia, a través del uso de estrategias de valor relativo en el mercado de renta fija de los Estados Unidos. Como estrategias de valor relativo se conoce, por aquellas, a la inversión en activos con características de liquidez, calidad crediticia y estructura de los flujos de caja,	El objetivo del mandato global es el de generar consistentemente excesos de retorno frente al índice de referencia, a través del uso de estrategias direccionales tales como posiciones en divisas y en duración, mediante el uso de estrategias de valor entre los diferentes mercados de bonos de los gobiernos desarrollados. En la actualidad, Barclays Global Investors, J.P. Morgan Asset

Cuadro R6.1 (continuación)

diferentes a los bonos de Gobierno. En la actualidad, Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Financial Management y Wellington Management Company administran activamente portafolios en este mandato.	Management, Pacific Investment Management Company y el Banco de la República administran activamente portafolios en este mandato.
---	---

Cuadro R6.2

Pacific Investment Management Company (Pimco). Pimco es un administrador de fondos institucionales especializado en renta fija que opera como subsidiaria independiente de Allianz A. G., una de las mayores aseguradoras y empresas de prestación de servicios financieros del mundo. La sede principal está ubicada en Newport Beach, California, adicionalmente tiene oficinas en Nueva York, Singapur, Tokio, Londres, Sydney, Munich y Toronto. Los activos totales bajo su administración ascienden a US\$446 mm, de los cuales el 93% se concentra en renta fija y US\$22,6 mm son portafolios de corta duración, además, la firma administra US\$4 mm para instituciones oficiales. Esta firma es una de las líderes en el mercado, sino la mejor posicionada, lo cual se evidencia en la gran disponibilidad de recursos humanos y técnicos que emplea para mantener dicha posición.

BlackRock Financial Management. la firma presta servicios de administración de fondos, riesgo y consejería financiera. La sede principal está ubicada en Nueva York. Adicionalmente, cuenta con oficinas en Boston, Edimburgo, Hong Kong, San Francisco, Singapur, Sydney, Tokio y Wilmington. Administra un total de US\$342 mm, de los cuales el 70% son portafolios de renta fija. Para bancos centrales administra US\$3,4 mm. Sobresale por el proceso de inversión altamente cuantitativo donde no busca pronosticar direcciones de mercado sino hallar valor a través de un marco de riesgo controlado. Es una de las firmas que siempre está a la vanguardia tecnológica, tanto así que proveen servicios de medición de riesgos a firmas tan importantes como Freddie Mac, en los Estados Unidos, a través de su subsidiaria BlackRock Solutions.

Wellington Management Co. es una de las firmas de inversión independientes más grandes del mundo; sociedad privada dedicada exclusivamente a la administración de activos, que cuenta con US\$470 mm bajo manejo, de los cuales el 33% son portafolios de renta fija. Esta firma considera que su mayor fortaleza es su numeroso y especializado equipo para el análisis independiente de los mercados. Tiene oficinas en Boston, Atlanta, Chicago, San Francisco, Hong

Cuadro R6.2 (continuación)

Kong, Londres, Singapur y Tokio; además de sus 77 años de experiencia en la prestación de este servicio.

Para mayor información sobre las firmas que trabajan en la actualidad para el Banco, lo invitamos a consultar los siguientes vínculos en internet:

Goldman Sachs Asset Management:

http://www.gs.com/client_services/asset_management/index.html

BlackRock Financial Management::

<http://www.blackrock.com/>

Wellington Management Co:

<http://www.wellington.com/>

Barclays Global Investors:

<http://www.barclaysglobal.com/>

J. P. Morgan Asset Management:

http://im.jpmorgan.com/imweb/impub/am_index2.jsp

Pacific Investment Management Co:

<http://www.pimco.com/TopNav/Home/Default.htm>

Banco de la República:

<http://www.banrep.gov.co/>

VII. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. Resultados a diciembre de 2005

Durante 2005 el Banco obtuvo utilidades por \$325 mm, producto de ingresos por \$1.174 mm y egresos por \$849 mm (Cuadro 28). En relación con el año anterior, las utilidades fueron inferiores en \$503 mm, como resultado de menores ingresos por \$395 mm y de mayores egresos por \$108 mm. La reducción de los ingresos se explica principalmente por la disminución del rendimiento de las reservas internacionales (\$651 mm) compensada parcialmente por la valorización del portafolio de TES del Banco (\$271 mm). Por su parte, los mayores egresos están relacionados con el pago de intereses al Tesoro

Cuadro 28

Pérdidas y ganancias del Banco de la República, diciembre 2004-2005

(Miles de millones de pesos)

	Ejecución a		Variaciones anuales	
	Dic-04 A	Dic-05 B	Porcentual (B/A)	Absoluta (B - A)
I. Presupuesto de operación (P y G)				
1. Ingresos de P y G	1.569,0	1.174,0	(25,2)	(395,0)
1.1. Ingresos monetarios	1.412,7	1.031,9	(27,0)	(380,8)
1.1.1 Intereses y rendimientos	1.303,2	912,5	(30,0)	(390,7)
Reservas internacionales	834,9	184,1	(78,0)	(650,8)
Cartera de crédito y otros	6,1	10,3	67,4	4,1
Operaciones de liquidez-Repos y apoyos transitorios	131,3	115,4	(12,1)	(15,9)
Valoración de TES ^{1/}	328,9	600,2	82,5	271,2
Valoración de otros títulos	2,0	2,6	29,9	0,6
1.1.2 Redención anticipada de depósitos (Resolución Externa 5/97, JD)	49,3	42,9	(12,9)	(6,3)
1.1.3 Moneda metálica	38,1	54,5	42,9	16,4
1.1.4 Otros	22,1	22,0	(0,4)	(0,1)
1.2 Ingresos corporativos	156,4	142,1	(9,1)	(14,2)
1.2.1 Comisiones	135,8	124,6	(8,3)	(11,2)
Servicios bancarios	43,0	58,0	35,1	15,1
Negocios fiduciarios	58,9	66,5	12,8	7,5
Manejo de divisas	33,9	0,1	(99,7)	(33,8)
1.2.2 Otros	20,5	17,5	(14,6)	(3,0)
2. Egresos de P y G	741,2	848,8	14,5	107,6
2.1 Egresos monetarios	496,7	640,6	29,0	143,9
2.1.1 Intereses y rendimientos	225,4	446,4	98,1	221,0
Encaje en cuentas de depósito	98,7	110,3	11,8	11,6
Cuentas de depósito de la dirección del Tesoro Nacional	85,8	308,0	259,1	222,2
Líneas de crédito externo	5,4	0,0	(100,0)	(5,4)
Operaciones Repo de contracción monetaria	9,3	0,0	(100,0)	(9,3)
Gastos en administración de reservas internacionales	26,2	28,1	7,3	1,9
2.1.2 Diferencias en cambio	193,2	63,0	(67,4)	(130,2)
2.1.3 Costo de emisión y distribución de especies monetarias ^{2/}	71,2	124,7	75,0	53,4
2.1.4 Otros	6,9	6,6	(4,1)	(0,3)
2.2 Egresos corporativos	267,2	275,7	3,2	8,6
2.2.1 Gastos de personal	165,7	174,5	5,3	8,8
2.2.2 Gastos generales	43,8	42,3	(3,4)	(1,5)
2.2.3 Impuestos	6,1	7,0	14,5	0,9
2.2.4 Seguros	9,2	7,6	(17,5)	(1,6)
2.2.5 Contribuciones y afiliaciones	4,2	3,5	(17,8)	(0,8)
2.2.6 Gastos culturales	6,6	7,2	10,1	0,7
2.2.7 Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros	31,5	33,6	6,5	2,1
(Incluye diferido del <i>software</i>)				0,0
2.3 Gastos de pensionados	(22,6)	(67,6)	198,3	(44,9)
3. Resultado operacional (1-2)	827,8	325,2	(60,7)	(502,6)

^{1/} Incluye: TES Ley 546.^{2/} Incluye: costos fijos no absorbidos por la producción.

Fuente: Banco de la República.

Nacional, asociados con el nuevo esquema de manejo de la liquidez acordado con el Gobierno en mayo de 2005, según el cual la Nación deposita en el Banco a tasas de mercado la totalidad de sus excedentes de liquidez.

El menor ingreso por rendimiento de las reservas internacionales se explica por la devaluación del euro y el yen frente al dólar, monedas que representan el 15% de las reservas. Entre 2004 y 2005 el euro pasó de 1,3554 dólares/euro a 1,1795, y el yen de 102,63 yenes/dólar a 118,03 (Cuadro 29), lo que arroja devaluaciones de 12,98% y 13,05%, respectivamente. La devaluación de estas monedas explica las pérdidas por diferencial cambiario registradas el año anterior, US\$271 m. En el año 2004, por el contrario, el euro y el yen se fortalecieron frente al dólar, y contribuyeron a un mayor rendimiento de las reservas. Parte del ingreso por el fortalecimiento de estas monedas en dicho año se destinó al fondo de reservas para fluctuación de monedas, fondo que se destina a cubrir pérdidas de diferencial cambiario como las ocurridas en 2005, lo que permitió trasladar mayores utilidades al Gobierno, tal como se explica más adelante.

A su vez, en 2005 se presentó un incremento en los intereses causados (US\$167.3 m) debido a mayores tasas externas de interés y al mayor saldo promedio de las reservas, compensando parte de las pérdidas señaladas por diferencial cambiario. En suma, la utilidad neta por rendimiento de reservas ascendió a US\$81,4 m, inferior en US\$243,1 m a la obtenida en 2004. Adicionalmente, los rendimientos en pesos de las reservas se redujeron por la menor tasa de cambio peso-dólar, que pasó de \$2.626,1 en 2004 a \$2.321,3 en 2005 (Cuadro 30).

Cuadro 29			
Cotizaciones internacionales			
	Dic. 31/03	Dic. 31/04	Dic. 30/05
Euro/dólar	1,2595	1,3554	1,1795
Dólar/yen	107,22	102,63	118,03
Oro (onza)	415,5	438,45	513

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 30			
Utilidades de las reservas internacionales			
(Millones de dólares)			
Concepto	Año 2004	Año 2005	Diferencia
1. Rendimiento por tasa de interés 1/	185,2	352,5	167,3
2. Diferencial cambiario	139,3	(271,0)	(410,3)
3. Utilidad neta (1 + 2)	324,5	81,4	(243,1)
TRM promedio (Pesos por dólares) 2/	2.626,1	2.321,3	

1/ Incluye causación de intereses y valorización o desvalorización por movimiento de tasas externas de interés.
2/ Promedio diario de la TRM observada en cada año.

Fuente: Banco de la República.

En relación con las tasas de interés²⁸, la rentabilidad obtenida con el portafolio de reservas internacionales en 2005 fue superior a la de 2004 (3,33% frente a 1,58%), pero inferior a la tasa promedio observada entre 2000 y 2002 (6,76%) (Cuadro 31). En términos de intereses causados, los ingresos fueron superiores en US\$167,3 m frente a 2004. Como resultado de los movimientos por diferencial cambiario y tasas de interés, las reservas internacionales presentaron este año una rentabilidad de 0,61% inferior a la registrada en años anteriores.

Por último, en el lado corporativo los ingresos provinieron del negocio fiduciario (\$66,5 mm) y de servicios bancarios (\$58,0 mm), con crecimientos del 12,8% y 35,1% anual, respectivamente. No obstante, el agregado de ingresos corporativos descendió (\$14,2 mm) por la cancelación del servicio de manejo de divisas en efectivo a los intermediarios del mercado cambiario. Por su parte, los egresos corporativos ascendieron a \$275,7 mm, registrando un crecimiento de 3,2% anual; variación que refleja la política de control de gasto adoptada desde hace varios años y que continúa arrojando resultados satisfactorios. Se destacan los gastos de personal con incremento de 5,3%, no obstante el aumento salarial del 7% establecido para los empleados cobijados por la convención colectiva en 2005. En el último año, la nómina se redujo en 69 empleados y los gastos generales disminuyeron 3,4% frente a 2004.

B. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, la Junta Directiva dispuso distribuir en el presente año recursos por \$800,9 mm, originados en las utilidades obtenidas en el ejercicio (\$325,2 mm), y en la utilización de parte de las reservas acumuladas para fluctuación de monedas (\$427,2 mm),

Cuadro 31
Rendimiento por tasas de interés

Concepto	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Rendimiento por tasas de interés (*)	8,05	6,7	5,52	1,73	1,58	3,33
Retorno total del portafolio de inversiones (Incluye capital de trabajo)	6,61	5,45	7,89	4,08	2,53	0,61
(*) No incluye diferencial cambiario. Fuente: Banco de la República.						

²⁸ Incluye causación de intereses y valorización o desvalorización por movimiento de las tasas externas de interés.

y para protección de activos (\$48,5 mm). En consecuencia, descontadas las reservas legales y estatutarias a finales de febrero de 2006 se entregaron al Gobierno nacional \$793,0 mm (Cuadro 32).

De esta forma, el saldo de las reservas patrimoniales es el siguiente: i) reserva para fluctuación de monedas: \$1.340,8 mm²⁹; ii) reserva para protección de activos: \$44,6 mm, y iii) reservas de resultados cambiarios: \$12,3 mm. Conforme a lo previsto en los estatutos, no se constituyó la reserva para estabilización monetaria y cambiaria, debido a que no se proyectan pérdidas para los próximos dos años.

C. Estructura financiera del Banco de la República

1. Activo

Los activos del Banco de la República totalizaron \$46.617,7 mm, con un aumento durante el año de \$4.771,7 mm (11,4%) (Cuadro 33). Entre los rubros más importantes se destacan:

- Las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, con un saldo de \$34.164,9 mm equivalentes a US\$14.956,9 m, aumentaron en pesos \$1.808,0 mm y en dólares en US\$1.417 m (Cuadro 34). La variación en pesos se explica por el equivalente de la acumulación de reservas (\$3.240,7 mm), menos el efecto de la revaluación del peso frente al dólar (\$1.432,7 mm) reflejado en el ajuste de cambio del patrimonio.

Cuadro 32
Distribución de utilidades de 2005
y utilización de reservas del Banco de la República

(Miles de millones de pesos)	
I. Recursos por distribuir	800,9
A) Utilidades de 2005	325,2
B) Utilización de reservas	475,7
Para protección de activos	48,5
Reserva para fluctuación de monedas	427,2
II. Asignación	800,9
A) Gobierno nacional	793
B) Inversión neta en bienes para la actividad cultural	2,2
C) Resultados cambiarios	5,7

Fuente: Banco de la República.

²⁹ 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.

Cuadro 33
Balance del Banco de la República,
resultados de diciembre de 2004 a diciembre de 2005
(Miles de millones de pesos)

	Diciembre de 2004		Diciembre de 2005		Variación	
	Saldo	Participación porcentual	Saldo	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	41.846,0	100,0	46.617,7	100,0	4.771,7	11,4
Reservas internacionales brutas	32.356,9	77,3	34.164,9	73,3	1.808,0	5,6
Aportes en organismos internacionales	3.007,1	7,2	2.834,0	6,1	(173,1)	(5,8)
Inversiones	984,0	2,4	2.603,6	5,6	1.619,6	164,6
Sector público: deuda consolidada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sector público: regulación monetaria	928,0	2,2	2.550,5	5,5	1.622,5	174,9
Bonos de capitalización banca pública y otros	56,1	0,1	53,1	0,1	(3,0)	(5,3)
Cartera de créditos	4,1	0,0	2,4	0,0	(1,7)	(41,5)
Sector público: Gobierno nacional	2,4	0,0	2,1	0,0	(0,3)	(14,1)
Bancos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corporaciones financieras	2,8	0,0	1,4	0,0	(1,4)	(49,9)
Resto del sistema financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros créditos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisión	(1,1)	(0,0)	(1,1)	(0,0)	0,0	(1,4)
Pactos de reventa y apoyos transitorios de liquidez	2.511,8	6,0	4.050,4	8,7	1.538,6	61,3
Cuentas por cobrar	47,5	0,1	36,0	0,1	(11,5)	(24,3)
Otros activos netos	2.934,6	7,0	2.926,4	6,3	(8,2)	(0,2)
Pasivo y patrimonio	41.846,0	100,0	46.617,7	100,0	4.771,7	11,4
Pasivo	23.823,7	56,9	30.196,7	64,8	6.373,0	26,8
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	9,8	0,0	21,0	0,0	11,2	113,9
Base monetaria	19.261,6	46,0	22.804,6	48,9	3.543,0	18,4
Billetes en circulación	16.278,6	38,9	19.177,8	41,1	2.899,2	17,8
Moneda de tesorería	409,5	1,0	461,2	1,0	51,7	12,6
Depósitos para encaje bancos	2.379,7	5,7	2.971,0	6,4	591,3	24,8
Depósitos en cta. cte. resto sector financiero	193,8	0,5	194,6	0,4	0,8	0,4
Otros depósitos	49,0	0,1	131,8	0,3	82,8	169,1
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional	1.062,0	2,5	3.725,1	8,0	2.663,1	250,8
Obligaciones organismos internacionales	2.482,6	5,9	2.284,6	4,9	(198,0)	(8,0)
Pasivos por líneas externas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Repos de contracción	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tít.-en div. por financiaciones y dep. (Res. 5/97 JD)	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	8,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cuentas por pagar	48,6	0,1	58,3	0,1	9,7	19,8
Otros pasivos	909,8	2,2	1.171,0	2,5	261,2	28,7
Patrimonio total	18.022,3	43,1	16.421,0	35,2	(1.601,3)	(8,9)
Capital	12,7	0,0	12,7	0,0	0,0	0,0
Reservas	1.524,1	3,6	1.867,7	4,0	343,6	22,5
Superávit patrimonial	14.623,9	34,9	13.221,4	28,4	(1.402,5)	(9,6)
Liquidación CEC	453,5	1,1	453,5	1,0	0,0	0,0
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	14.111,8	33,7	12.679,1	27,2	(1.432,7)	(10,2)
Otros	58,7	0,1	88,8	0,2	30,1	51,4
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	1.033,8	2,5	994,0	2,1	(39,8)	(3,8)
Resultados	827,8	2,0	325,2	0,7	(502,6)	(60,7)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	827,8	2,0	325,2	0,7	(502,6)	(60,7)

Fuente: Banco de la República.

- La acumulación de divisas, que se explica por: i) los rendimientos netos efectivamente recibidos, US\$341,1 m; ii) las compras de divisas producto de la intervención cambiaria, US\$4.658,4 m; iii) el mayor

Cuadro 34

**Variación de las reservas internacionales:
diciembre 31 de 2004 a diciembre 31 de 2005**

Saldos en millones de dólares			Saldos en miles de millones de pesos		
Dic 31/2004	Dic 31/2005	Variación	Dic 31/2004	Dic 31/2005	Variación
13.539,9	14.956,9	1.417,0	32.356,9	34.164,9	1.808,0

Fuente: Banco de la República.

valor de los depósitos en divisas del Gobierno nacional, US\$173,0 m; iv) las ventas de divisas al Gobierno nacional por US\$3.250,0 m; v) la entrega de las utilidades del año 2004 en divisas al Gobierno nacional, US\$195,9 m, y vi) la disminución en el valor de los ajustes por valoración, US\$281,4 m.

- El portafolio de inversiones en moneda nacional, valorado a precios de mercado, registra un saldo de \$2.603,6 mm, superior en \$1.619,6 mm al del año 2004, como consecuencia de las compras netas de TES durante el año.
- Las operaciones Repo, utilizadas para otorgar liquidez transitoria, presentan un saldo de \$4.050,4 mm, superior en \$1.538,6 mm al registrado al 31 de diciembre de 2004, originado en el incremento de las operaciones Repo otorgadas a los intermediarios financieros.

2. Pasivo

Los pasivos alcanzaron \$30.196,7 mm, monto superior en \$6.373,0 mm (26,8%) al registrado al término de 2004. Esta variación se explica por el comportamiento de la base monetaria y los depósitos del Gobierno. La primera, muestra un saldo de \$22.804,6 mm, monto superior en \$3.543,0 mm (18,4%) al observado en 2004, producto de la mayor demanda de efectivo (\$2.498,8 mm) y reserva bancaria (\$1.049,2 mm); los depósitos del Gobierno nacional ascendieron a \$3.725,1 mm, con un crecimiento observado en el año de \$2.663,1 mm, producto del nuevo esquema de liquidez –mencionado al comienzo del capítulo–.

3. Patrimonio

Con un saldo de \$16.421,0 mm se redujo en \$1.601,3 mm (8,9%), cuyo origen fue: i) el menor superávit por ajuste cambiario, \$1.432,7 mm, como consecuencia del menor valor de las reservas internacionales por cuenta de

la revaluación del peso; ii) la transferencia al Gobierno nacional de las utilidades del año 2004 en cuantía de \$454,1 mm y, iii) la reducción del registro contable de los inmuebles y bienes de arte y cultura por \$39,8 mm.

D. Proyección de utilidades para 2006

Para el presente año se estima que el Banco obtendrá utilidades por \$926 mm, superiores en \$600 mm a las registradas el año anterior (Cuadro 35). Este resultado se explica principalmente por el mayor rendimiento proyectado de las reservas internacionales, \$1.138 mm, y los mayores egresos, \$323 mm, básicamente asociados con los gastos de pensiones.

Cuadro 35				
Estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2005-2006				
(Miles de millones de pesos)				
	Ejecución a Dic-05 (A)	Proyectado 2006 (B)	Variación	
			Porcentual (B/A)	Absoluta (B - A)
I. Ingresos totales	1.174,0	2.006,7	70,9	832,7
1. Ingresos operacionales	1.160,3	1.999,7	72,3	839,4
Intereses y rendimientos	912,5	1.785,7	95,7	873,2
Reservas internacionales	184,1	1.322,5	618,5	1.138,5
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	593,0	253,5	(57,2)	(339,5)
Compra transitoria de títulos y cupos	115,4	204,3	77,0	88,9
Otros 1/	20,1	5,4	(73,3)	(14,7)
Comisiones	124,6	122,6	(1,6)	(2,0)
Diferencias en cambio	42,9	9,5	(77,8)	(33,4)
Otros 2/	80,3	81,9	2,0	1,6
2. Ingresos no operacionales 3/	13,7	7,1	(48,5)	(6,7)
II. Egresos totales	848,8	1.080,9	27,3	232,1
Intereses y rendimientos	446,4	456,4	2,2	10,0
Encaje y cuentas de depósito	418,3	432,6	3,4	14,3
Venta transitoria de títulos	0,0	0,0		
Otras operaciones 4/	28,1	23,8	(15,3)	(4,3)
Diferencias en cambio	63,0	25,5	(59,5)	(37,5)
Costo de emisión y distribución de especies monetarias	124,7	117,8	(5,5)	(6,9)
Gastos de personal	174,5	185,8	6,5	11,3
Gastos de pensionados	(67,6)	174,7	(358,6)	242,3
Gastos generales	42,3	43,9	3,8	1,6
Otros 5/	65,4	76,7	17,3	11,3
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio	325,2	925,9	184,7	600,7

1/ Incluye: valoración TES A, valoración oro no monetario, valoración bonos banca pública, cartera de créditos y otros.

2/ Incluye: moneda metálica emitida, y metales preciosos y otros.

3/ Incluye: venta de oro para usos industriales, inmuebles arrendados, ingreso por bienestar social y cultural, multas y sanciones.

4/ Incluye: gastos de administración de reservas y líneas de crédito externas.

5/ Incluye: otros egresos monetarios, impuestos, seguros, contribuciones, gastos culturales, depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros.

Fuente: Banco de la República.

El mayor ingreso del portafolio de reservas se fundamenta en la expectativa de incrementos de tasas de interés por parte de la Reserva Federal a un ritmo inferior al presentado en los dos años anteriores, en los cuales la tasa de referencia se elevó de 1% a 4,25%. Sin cambios sustanciales en las tasas de interés externas, el impacto negativo en el precio de los activos de las reservas será bajo, lo que se traducirá en mayores utilidades. Los ingresos de las reservas internacionales se proyectan con una tasa de interés de 4,48%, superior a la tasa de 0,61% observada en 2005. Es importante señalar que el cálculo no incorpora los posibles efectos por variación en las tasas de cambio de las monedas del portafolio de reservas. Por lo tanto, los ingresos esperados están sujetos a la incertidumbre sobre el comportamiento de las tasas de cambio del dólar frente al euro y al yen respecto de los niveles observados a comienzos de 2006.

Por su parte, los mayores egresos se explican, principalmente, por la estimación de los gastos de pensiones de jubilación, los cuales son superiores en \$242,3 mm a los del año anterior debido a las siguientes razones: i) menor rendimiento estimado del portafolio de los recursos para pensiones, \$123,8 mm, como resultado de proyectar el rendimiento del mencionado portafolio con las tasas de interés de negociación de los títulos al cierre de 2005; por consiguiente, la proyección está sujeta a la incertidumbre de posibles cambios en las tasas de interés; ii) mayores provisiones actuariales, \$100,1 mm, que equivalen a las estimadas con el cálculo actuarial para 2006, contrario a 2005, cuando no fue necesario apropiarse recursos para tales provisiones como consecuencia de la modificación al régimen de pensiones aprobado con el Acto Legislativo número 1 de 2005, y iii) aumento del gasto para pensionados, \$18,3 mm.

Por último, las proyecciones de otros rubros importantes son: i) los ingresos por rendimientos del portafolio de TES, \$253 mm, se reducen en \$339 mm bajo el supuesto de que las tasas de mercado de estos títulos, cuyo comportamiento en 2005 explican el buen resultado del rubro, se mantienen en los niveles observados a finales de febrero de 2006³⁰, y que el portafolio se contrae por los vencimientos programados; ii) los gastos de personal, \$185,8 mm, los cuales tienen un crecimiento proyectado del 6,5% y reflejan los compromisos de la convención colectiva; sin embargo, al igual que en años anteriores, se espera que este rubro al final del año tenga un comportamiento inferior al proyectado como resultado del número de personas que opten por la pensión, y la política de austeridad que viene adelantando el Banco y que ha permitido reducir su planta de personal, y iii) los gastos generales, \$43,9 mm, que se proyectan con un incremento de 3,8%, lo que ratifica la política de racionalización del gasto en que está comprometida la institución desde años atrás.

³⁰ Cabe mencionar que los TES más representativos, los de vencimiento en septiembre de 2014, al cierre de febrero de 2006 se negociaron a una tasa de 7,09%, frente a diciembre, en donde la tasa de estos títulos era de 8,7%.