



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL  
CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Marzo de 2009





INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL  
**CONGRESO DE LA REPÚBLICA**

---

Marzo de 2009

Banco de la República  
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1657 - 799X



# CONTENIDO

Introducción	11
I. La crisis de la economía mundial y los canales de transmisión a las economías emergentes	16
A. La crisis en los Estados Unidos, las medidas adoptadas por las autoridades y las perspectivas económicas	16
B. ¿Qué ha pasado en las otras economías desarrolladas?	25
C. Posibles canales de transmisión a los países emergentes	30
II. Manejo macroeconómico de la economía colombiana y la crisis mundial	35
A. La experiencia mundial y lecciones para Colombia	36
B. Inflación objetivo: sus ventajas y medidas adoptadas	38
C. Las ventajas de la flotación cambiaria en la estabilización del producto	41
D. Política fiscal	43
E. Controles de capital 2007-2008	45
III. La economía colombiana en 2008 y perspectivas	52
A. Inflación	52
B. Actividad económica	57
C. Tendencias recientes del mercado laboral	61
D. Política monetaria y sector financiero	66
E. Sector externo	79
F. Política fiscal	103
Recuadro 1: La nueva canasta familiar del dane y sus implicaciones	108
Recuadro 2: Exposición cambiaria del sector privado no financiero colombiano en 2008	110
Recuadro 3: Las finanzas públicas colombianas y el reciente choque de precios del petróleo	113
IV. Reservas internacionales	116
A. Composición de las reservas internacionales	117
B. Criterios de administración del tramo de inversión	117
C. Desempeño reciente de las inversiones	124
Recuadro 4: Factores que afectan el rendimiento de las reservas internacionales (discusión teórica)	128
V. Situación financiera del Banco de la República	130
A. Marco legal	130
B. Estructura financiera del balance general y del estado de resultados	132
C. Reducción de la planta de personal	138

# ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Diferencial de las tasas <i>T-bill</i> y <i>Libor</i> a tres meses en los Estados Unidos	18
Gráfico 2	Crecimiento real del PIB en los Estados Unidos en 2008	23
Gráfico 3	Ventas en los Estados Unidos	24
Gráfico 4	Situación del empleo en los Estados Unidos	24
Gráfico 5	Tasas de interés de los bancos centrales de algunas economías desarrolladas	26
Gráfico 6	Activos totales de los bancos centrales	27
Gráfico 7	Pérdidas e inyecciones de capital al sistema financiero desde el inicio de la crisis <i>subprime</i>	27
Gráfico 8	Diferencial de la deuda soberana de 10 años con Alemania	28
Gráfico 9	Caídas de las bolsas de las economías desarrolladas	28
Gráfico 10	Indicador de confianza del consumidor en Europa	28
Gráfico 11	Producción industrial en Europa y Japón	29
Gráfico 12	Exportaciones en Europa y Japón	29
Gráfico 13	A. Cuenta corriente como proporción del PIB B. Tasa de ahorro promedio en Latinoamérica	34 34
Gráfico 14	Balance efectivo y estructural del Gobierno nacional	44
Gráfico 15	Flujos de IED y tasa de cambio nominal	46
Gráfico 16	Inversión neta mensual, tasa repo y tasa de expansión y TIB	47
Gráfico 17	Inversión de cartera	48
Gráfico 18	Deuda externa privada: desembolsos de largo plazo y deuda neta de corto plazo	48
Gráfico 19	Inversión extranjera directa y de cartera en Colombia	49
Gráfico 20	Diferencial de tasas y tasas de cambio	49
Gráfico 21	Inflación total anual al consumidor	52
Gráfico 22	Inflación anual de alimentos	53
Gráfico 23	Indicadores de inflación básica anual	54
Gráfico 24	Inflación anual de regulados y por componentes	54
Gráfico 25	Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados	55
Gráfico 26	Crecimiento real anual del PIB	57
Gráfico 27	Crecimiento real anual del PIB, de la demanda interna y del consumo de los hogares	58
Gráfico 28	Principales subsectores de la industria manufacturera	60

Gráfico 29	Crecimiento real del PIB de transables y no transables	61
Gráfico 30	Creación de empleo (total nacional-promedio móvil de orden 3)	62
Gráfico 31	A. Ocupados con educación superior	62
	B. Ocupados sin educación superior	62
Gráfico 32	Salarios relativos con respecto a los ocupados con educación superior	63
Gráfico 33	Empleo en la industria y comercio	64
Gráfico 34	Tasa de desempleo de los jefes de hogar	66
Gráfico 35	Tasa de interés de subasta de expansión del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB), 2006-2009	68
Gráfico 36	Diferencia tasa de interés interbancaria y tasa de interés de política y posición acreedora neta del Banco de la República	68
Gráfico 37	Tasas de interés pasivas y tasa de interés de las subastas de expansión del Banco de la República	69
Gráfico 38	Tasas de interés activas	70
Gráfico 39	Curva cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del Banco de la República, enero de 2008 a enero de 2009	70
Gráfico 40	Base monetaria real	71
Gráfico 41	Agregado amplio M3 real	74
Gráfico 42	Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito	76
Gráfico 43	Profundización financiera (Cartera/PIB)	77
Gráfico 44	Crecimiento real de la cartera riesgosa	77
Gráfico 45	Calidad de la cartera por tipo de crédito	77
Gráfico 46	Indicador de cubrimiento	78
Gráfico 47	A. Tasa de cambio nominal	79
	B. Devaluación nominal anual	79
Gráfico 48	EMBI+ Colombia y Latinoamérica	81
Gráfico 49	Índice de la tasa de cambio real	84
Gráfico 50	Índice de tasa de cambio real - IPP frente a sus promedios históricos	84
Gráfico 51	Índice de la tasa de cambio real del peso colombiano frente a otras monedas	85
Gráfico 52	Términos de intercambio	86
Gráfico 53	Diferencial de productividad Estados Unidos/Colombia e ITCR bilateral	87
Gráfico 54	Reservas internacionales/PIB	102
Gráfico 55	Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes	102
Gráfico 56	A. Reservas internacionales/amortizaciones	103
	B. Reservas internacionales/servicio de la deuda externa	103
	C. Reservas internacionales/(déficit en cuenta corriente + amortizaciones)	103
Gráfico 57	Composición de las reservas internacionales netas	117
Gráfico 58	Composición por tipo de emisor del tramo de inversión	118
Gráfico 59	Composición del índice de referencia	119
Gráfico 60	Comportamiento de las tasas de interés de los bonos de los Estados Unidos a dos años frente a la tasa de los fondos federales	125
Gráfico 61	Gastos de personal	136
Gráfico 62	Gastos generales	137
Gráfico 63	Evolución de la planta de personal del Banco de la República	138

# ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Balance de la Reserva Federal de los Estados Unidos	22
Cuadro 2	Comportamiento reciente y proyecciones del crecimiento de la Cepal para América Latina	33
Cuadro 3	Metas de inflación en varias economías	53
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	58
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB sectorial	60
Cuadro 6	Indicadores de seguridad social en el total nacional	64
Cuadro 7	Indicadores del mercado laboral	65
Cuadro 8	Fuentes de la base monetaria, variación trimestral	73
Cuadro 9	Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito sin FEN	74
Cuadro 10	Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado	75
Cuadro 11	Cartera bruta del sistema financiero	76
Cuadro 12	Operaciones de compraventa de divisas del Banco de la República, 2007 y 2008	80
Cuadro 13	Tasa de cambio nominal: moneda extranjera frente al dólar	81
Cuadro 14	Operaciones de compraventa de divisas del Banco de la República, 2008 y 2009	82
Cuadro 15	Tasa de cambio real bilateral: peso colombiano frente a las monedas extranjeras	83
Cuadro 16	Balanza de pagos de Colombia (resumen)	87
Cuadro 17	Balanza de pagos de Colombia, cuenta de capital y financiera	90
Cuadro 18	Balanza de pagos de Colombia	100
Cuadro 19	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	102
Cuadro 20	Sector público consolidado, balance fiscal de 2007 y 2008	104
Cuadro 21	Gobierno nacional central, balance fiscal de 2007 y 2008	105
Cuadro 22	Sector público consolidado, balance fiscal de 2008 y 2009	107
Cuadro 23	Administradores externos	121
Cuadro 24	Rentabilidad histórica de las reservas	124
Cuadro 25	Tasas de rendimiento de los portafolios de inversión	124
Cuadro 26	Cambios en la composición de las reservas	126
Cuadro 27	Pérdidas y ganancias del Banco de la República,	139

Cuadro 28	Distribución de utilidades de 2008 y utilización de las reservas del Banco de la República	141
Cuadro 29	Balance del Banco de la República, clasificados por criterio económico, diciembre de 2007 y diciembre de 2008	142
Cuadro 30	Estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2008-2009	145

## ÍNDICE DE DIAGRAMAS

Diagrama 1	Canales de transmisión de las crisis mundiales	30
------------	--	----

## JUNTA DIRECTIVA

### Presidente

Óscar Iván Zuluaga Escobar  
Ministro de Hacienda y Crédito Público

### Directores

Carlos Gustavo Cano Sanz  
Juan José Echavarría Soto  
Fernando Tenjo Galarza  
Juan Pablo Zárate Perdomo

### Gerente General

José Darío Uribe Escobar

Bogotá, marzo 30 de 2009

Señores  
Presidentes y demás miembros  
Honorables Comisiones Terceras  
Constitucionales permanentes  
Senado de la República  
Cámara de Representantes

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un Informe donde se señalan los resultados macroeconómicos del año 2008 y de lo corrido de 2009. De la misma manera, se muestran las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. En los dos últimos capítulos se informa sobre la composición de las reservas internacionales y la proyección de la situación financiera del Banco de la República para el año 2009.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe Escobar  
Gerente General



# INTRODUCCIÓN

*La menor vulnerabilidad de la economía colombiana al choque externo negativo y la posibilidad de adelantar una política monetaria contracíclica, sin comprometer la meta de inflación, son el resultado de una política macroeconómica prudencial llevada a cabo durante la parte alta del ciclo económico.*

*En 2008 la economía colombiana presentó un cambio de tendencia más pronunciado de lo previsto.*

El ciclo expansivo de la economía colombiana, que se prolongó durante seis años, alcanzó su pico en 2007 (con un crecimiento de 7,5%) y en 2008 presentó un cambio de tendencia más pronunciado de lo inicialmente previsto. El año pasado la economía creció 2,5%, una tercera parte de lo observado en 2007 y aproximadamente la mitad de los pronósticos iniciales que giraban alrededor de 5%. Además de la magnitud de la desaceleración, cabe resaltar la forma como ésta se ha venido agudizando. Después de una expansión económica de 8,1% en el último trimestre de 2007, los crecimientos trimestrales sucesivos durante 2008 fueron 4,1%, 3,9%, 2,9% y -0,7%, respectivamente.

*Durante 2008 surgieron otros factores que produjeron una desaceleración mayor a la prevista y claramente indeseable.*

La desaceleración de la actividad económica durante 2008 fue en parte resultado de la acción de la política monetaria, que desde 2006 se orientó a moderar el crecimiento excesivo del crédito y de la demanda agregada, con el objetivo de contener las presiones inflacionarias y lograr una senda de crecimiento sostenible. Sin embargo, durante el transcurso del año surgieron otros factores que produjeron una desaceleración mayor a la prevista y claramente indeseable. Entre ellos cabe mencionar la apreciación cambiaria del primer semestre, que afectó negativamente la producción del sector transable de la economía, cuyo crecimiento en 2008 fue de 1,8%, frente al 7,3% alcanzado en 2007. En segundo término, la lenta ejecución de las obras civiles, principalmente por parte de los gobiernos locales, hizo que este rubro de la demanda cayera 7,1% en 2008, cuando en 2007 había crecido 21,5%. De igual forma, el incremento en el precio de las materias primas durante gran parte del año aumentó los costos de producción para empresarios y

*El recrudescimiento de la crisis financiera internacional a partir de septiembre de 2008 acentuó la desaceleración de la actividad económica.*

afectó la producción industrial, la cual cayó 2%. También se presentaron huelgas (Cerrmotoso y corteros de caña) que afectaron la actividad económica. Finalmente, la aceleración de la inflación, principalmente en el rubro de alimentos, castigó el ingreso disponible de los hogares, lo que, aunado a las mayores tasas de interés, produjo una contracción de 3,9% del consumo de bienes durables.

Pero fue sin duda el recrudescimiento de la crisis financiera internacional a partir de septiembre de 2008 el factor que acentuó la desaceleración de la actividad económica, a través de la disminución de la demanda externa y el menor flujo de remesas de trabajadores. Es así como el valor en dólares de las exportaciones totales pasó de crecer 38,5% anual entre enero y septiembre, a -6,0% anual en el último trimestre, como resultado de la fuerte caída de los precios del petróleo y de otras materias primas, y por la reducción de los volúmenes vendidos, principalmente de bienes industriales. Simultáneamente las remesas de colombianos en el exterior comenzaron a desacelerarse y en el cuarto trimestre de 2008 presentaron una caída anual de 11,6%.

Estas primeras cifras muestran que la crisis internacional ha afectado a la economía colombiana, e inevitablemente lo continuará haciendo en el presente año. De allí que sea tan importante el esfuerzo que se ha hecho en este Informe para entender la crisis internacional, sus orígenes, las medidas que los países desarrollados han tomado para enfrentarla, sus efectos sobre la actividad económica y el sistema financiero, y el contagio que ya viene materializándose en las economías emergentes.

*A pesar de las fuertes medidas adoptadas por los gobiernos y bancos centrales de los países desarrollados, la crisis hipotecaria y financiera se ha extendido al sector real de la economía.*

Los gobiernos y bancos centrales de los países desarrollados han adoptado fuertes respuestas de política; sin embargo, ello no ha impedido que la crisis hipotecaria y financiera se extienda al sector real de la economía, comprimiendo drásticamente el consumo y la inversión privada en aquellos países. Igualmente, el comercio internacional, principal motor de crecimiento en la última década, está contrayéndose a un ritmo acelerado, lo cual está afectando a numerosas economías, sobre todo las del sudeste asiático, por ser las más abiertas. En este contexto, distintas entidades internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) han revisado a la baja durante los últimos meses sus proyecciones de crecimiento mundial en 2009. Por ejemplo, en su revisión de enero pasado el FMI estimaba que el crecimiento del producto mundial alcanzaría el 0,5%, pronóstico significativamente inferior al que presentó en noviembre (2,2%). A mediados de marzo, para la reunión del Grupo de los Veinte, el FMI nuevamente revisó esta proyección a un rango entre -0,5% y -1%.

*Los canales mediante los cuales una crisis internacional se transmite a las economías emergentes pueden ser de carácter real o financiero.*

La pregunta pertinente es la forma como esta crisis afectará a los países en desarrollo, y en particular a la economía colombiana. Como se discute en el Informe, los canales mediante los cuales una crisis internacional se transmite a las economías emergentes pueden ser de carácter real o financiero. En el primer grupo se encuentran el debilitamiento de las exportaciones, la caída de las remesas y la pérdida de confianza de consumidores e inversionistas. En el segundo, la reducción de los flujos de capital y el difícil acceso a recursos de crédito externo.

*La desaceleración económica mundial continuará profundizándose en 2009...*

Es muy probable que la tendencia a la desaceleración de las exportaciones se acentúe en 2009, tal como lo muestra la proyección de balanza de pagos que presenta el Informe. Algo similar ocurre con las remesas de trabajadores colombianos en el exterior, quienes se concentran en dos de las economías más golpeadas por la crisis, como lo son los Estados Unidos y España. A su turno, reflejando el avance de la crisis, las encuestas más recientes muestran un sensible deterioro en la confianza de empresarios y consumidores, lo que inevitablemente afectará sus decisiones de inversión y consumo. En cuanto a los flujos de capital, es improbable que en 2009 se repitan los altos niveles de inversión extranjera directa observados en los últimos dos años que en términos brutos ascendieron a cerca de US\$10.000 millones (m). Sin embargo, no hay que olvidar que un número importante de los proyectos en los que participa la inversión extranjera ya se encuentra en ejecución y frenarlos no resultaría económicamente viable. Finalmente, el país aún mantiene acceso a los mercados de capitales, como lo demostró en enero la exitosa colocación de bonos de deuda pública por valor de US\$1.000 m, a tasas razonables.

*... no obstante, existe una alta probabilidad de alcanzar en Colombia un crecimiento positivo, en medio de lo que muchos analistas ya consideran la peor crisis económica después de la Gran Depresión de los años treinta.*

Para evaluar lo que esto puede significar para la economía colombiana en ausencia de políticas monetarias o fiscales compensatorias, el equipo técnico del Banco proyecta que una reducción en el crecimiento mundial de 1 punto porcentual (pp) contrae el crecimiento de nuestras exportaciones no tradicionales en al menos 2 pp y el crecimiento del producto interno bruto (PIB) colombiano en algo más de 0,5 pp. Lo anterior, teniendo en cuenta únicamente el canal directo de la menor demanda. Obviamente, como resultado de lo anterior, el Banco ha reducido los pronósticos de crecimiento para 2009. En septiembre de 2008 se creía posible crecer en el presente año a una tasa en un rango entre 1% y 4%. La estimación de crecimiento más reciente publicada en el *Informe sobre Inflación* lo ubicaba entre 1% a 3%. Actualmente este rango de pronóstico se encuentra en revisión, y es probable que se reduzca.

Lo anterior significa que la desaceleración económica continuará profundizándose en 2009. Sin duda, esta es una perspectiva que produce gran preocupación, particularmente por los efectos sociales que tendría en términos de incrementos de la tasa de desempleo y los índices de pobreza. No obstante, existe una alta probabilidad de alcanzar un crecimiento positivo, en medio de lo que muchos analistas ya consideran la peor crisis económica después de la Gran Depresión de los años treinta. Este logro dejaría a la economía colombiana en una posición sana para iniciar una rápida recuperación una vez se supere la crisis externa. El valor específico de la cifra de crecimiento en 2009 dependerá de la magnitud y duración de la crisis internacional, así como del comportamiento de las economías de Venezuela y Ecuador, las cuales participan con el 43% de las exportaciones no tradicionales del país. Igualmente, la suerte de la economía dependerá de las acciones de política monetaria y fiscal, y de la respuesta del sector privado a los retos que enfrenta.

*Los mismos factores que durante 2008 acentuaron la desaceleración, este año podrían estar a favor.*

La elevada probabilidad de alcanzar un crecimiento positivo en 2009 tiene mucho que ver con los mismos factores que durante 2008 acentuaron la desaceleración, y que este año podrían estar a favor. A esto se agrega el margen de acción con el que cuenta la política monetaria para adoptar una postura contracíclica. En cuanto a los factores que podrían ayudar al crecimiento, cabe señalar la reducción de la inflación

*La posibilidad de llevar a cabo una política monetaria contracíclica ayudará a compensar parcialmente los efectos del choque externo negativo.*

de alimentos: ésta cayó de 13,2% a fin de 2008 a 9,5% al concluir febrero, y se pronostica que continuará disminuyendo. En la medida en que la menor inflación de alimentos libere capacidad de compra del consumidor para otros bienes, mejoraría el ingreso disponible de los hogares, estimulando su consumo.

Otro factor que también contribuirá a suavizar el ciclo económico es la tasa de cambio. El peso se ha devaluado más de 40% frente a su menor nivel alcanzado en junio de 2008, sin comprometer la meta de inflación ni la estabilidad financiera. El retorno a una tasa de cambio más competitiva estimulará la producción de los sectores transables, y mejorará el poder adquisitivo de las remesas de los trabajadores. De otra parte, la caída en el precio internacional de los productos básicos reducirá los costos de producción para las empresas, lo que mejora los márgenes e incentiva la producción. Finalmente, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público calculó que la demanda del sector público crecerá este año 5,5% en términos reales.

A los factores mencionados se agrega la posibilidad que actualmente existe de llevar a cabo una política monetaria contracíclica que ayude a compensar parcialmente los efectos del choque externo negativo, la cual ya está en marcha. Durante los últimos meses de 2008 se eliminó el encaje marginal y se redujo el ordinario. Entre diciembre y marzo la tasa de interés del Banco de la República se disminuyó en 300 puntos básicos (pb). El cambio de la postura monetaria se ha transmitido a todas las tasas de interés. La posibilidad de seguir profundizando esta política de estímulo monetario dependerá de la velocidad con que caigan las proyecciones y las expectativas de inflación.

Como se discute en el Informe, la menor vulnerabilidad de la economía colombiana al choque externo negativo y la posibilidad de adelantar una política monetaria contracíclica, sin comprometer la meta de inflación, son el resultado de una política macroeconómica prudencial llevada a cabo durante la parte alta del ciclo económico. Con respecto a esto, el Informe analiza las ventajas del esquema de inflación objetivo que orientó a la autoridad monetaria a tomar la decisión oportuna de incrementar sucesivamente la tasa de interés a la que suministra liquidez al sistema bancario. Fue así como la tasa de interés de intervención se incrementó 400 pb entre abril de 2006 y julio de 2008, lo cual se complementó con un aumento de los encajes, con el fin de limitar la capacidad crediticia del sistema bancario. De no haber sido por esta política, el sector privado hoy estaría sobreendeudado, y el sistema financiero expuesto al riesgo de incurrir en grandes pérdidas.

*La flotación de la tasa de cambio reforzó el esquema de inflación objetivo, al darle a la política monetaria la autonomía necesaria para el manejo de la tasa de interés.*

Otros arreglos institucionales y decisiones de política también contribuyeron a reducir la vulnerabilidad de la economía. Sobre este punto el Informe destaca las ventajas de la flotación cambiaria y la conveniencia de los controles de capital. La flotación de la tasa de cambio reforzó el esquema de inflación objetivo, al darle a la política monetaria la autonomía necesaria para el manejo de la tasa de interés. Por su parte, el restablecimiento de los controles de capital entre mayo de 2007 y septiembre de 2008 previno un excesivo endeudamiento externo de corto plazo y evitó exponer la economía a los vaivenes de los capitales especulativos. Lo anterior se complementó con una intervención en el mercado cambiario, orientada a moderar

la volatilidad de la tasa de cambio; en tal práctica, se acumularon reservas internacionales en montos considerables, que en la actualidad ofrecen un importante respaldo a la sostenibilidad de la balanza de pagos. Su saldo alcanza hoy en día el equivalente a 11% del PIB.

Además del análisis de la crisis internacional, de sus implicaciones para Colombia, y del minucioso examen de la situación macroeconómica del país, el Informe aborda temas específicos de gran importancia. Entre ellos cabe destacar el manejo de las reservas internacionales. Este es un tema que adquiere singular relevancia en las actuales condiciones de crisis internacional, por los mayores riesgos asociados con los diferentes portafolios y por la necesidad de contar con una liquidez adecuada en caso de que las reservas internacionales requieran ser utilizadas.

El presente *Informe al Congreso* consta de cinco capítulos, además de esta introducción; el primero analiza la crisis de la economía mundial y los canales de transmisión a las economías emergentes; el segundo discute el manejo macroeconómico de la economía colombiana y la crisis mundial; el tercero analiza la economía colombiana en 2008 y sus perspectivas; el cuarto discute el tema de reservas internacionales y su manejo, y el quinto capítulo presenta la situación financiera del Banco de la República. Adicionalmente el Informe contiene una serie de cuadros que profundizan en el análisis técnico de temas importantes de la coyuntura nacional e internacional.

# I. LA CRISIS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL Y LOS CANALES DE TRANSMISIÓN A LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

*La difusión de la crisis en los Estados Unidos ha causado un derrumbe de buena parte de la arquitectura financiera mundial y fuertes restricciones de crédito globales.*

*Se contempla una recesión profunda para las principales economías desarrolladas durante 2009 y una recuperación lenta hacia comienzos de 2010. El impacto negativo de la crisis financiera global se ha sentido de manera pronunciada sobre los países emergentes europeos y asiáticos, y de manera un poco más moderada, sobre América Latina.*

## A. LA CRISIS EN LOS ESTADOS UNIDOS, LAS MEDIDAS ADOPTADAS POR LAS AUTORIDADES Y LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

*La crisis hipotecaria y financiera empezó a hacerse evidente en los Estados Unidos a principios de 2007, cuando varias entidades especializadas en créditos hipotecarios de alto riesgo (subprime) comenzaron a reportar pérdidas.*

La crisis hipotecaria y financiera empezó a hacerse evidente en los Estados Unidos a principios de 2007, cuando varias entidades especializadas en créditos hipotecarios de alto riesgo (*subprime*) comenzaron a reportar pérdidas, debido a la cesación de pagos por parte de algunos deudores. El origen de esta situación se explica por la acción conjunta de varios factores. Por un lado, los desbalances macroeconómicos mundiales que se acumularon en la última década llevaron a la economía estadounidense a una posición deficitaria y con una muy baja tasa de ahorro personal, cuya contrapartida era la situación superavitaria del conjunto de economías emergentes, en especial de Asia. Por otro, las políticas de subsidios para la promoción de vivienda en los Estados Unidos, sus bajas exigencias de colateral al otorgar los créditos y una política monetaria laxa en los primeros años del milenio generaron el marco ideal para la generación de burbujas en precios de los activos, principalmente hipotecarios. Todo esto estuvo enmarcado en un

*Los instrumentos financieros de difícil valoración permitían subestimar los riesgos implícitos del cumplimiento de las obligaciones de los activos empaquetados y generaban un marco propicio para el excesivo apalancamiento.*

vertiginoso proceso de innovación financiera en medio de un débil ambiente regulatorio, ambos propicios para el apalancamiento financiero desbordado.

Entre 2002 y 2005 en los Estados Unidos se tuvo una política monetaria holgada, con tasas de interés muy bajas que, acompañadas por cuantiosos estímulos de inversión en el mercado hipotecario, contribuyeron a crear una bonanza hipotecaria con alzas significativas en los precios de la vivienda. Adicionalmente, la propagación de innovaciones financieras dio lugar a que muchos de los créditos hipotecarios fueran “reempacados” en títulos valores con altos rendimientos vinculados con el pago de la hipoteca, mezclando diferentes plazos y riesgos. Estos títulos fueron vendidos a otras entidades financieras que de esta manera se volvían partícipes de los rendimientos originados en las valorizaciones de las viviendas. Cabe anotar que este mecanismo de “titularización” también se extendió a otros tipos de créditos como los de tarjeta de crédito y los de consumo de bienes durables. Estos instrumentos financieros de difícil valoración permitían subestimar los riesgos implícitos del cumplimiento de las obligaciones de los activos empaquetados y generaban un marco propicio para el excesivo apalancamiento, tanto de los hogares como de las firmas compradoras de los mencionados títulos valores.

De esta manera, a comienzos de 2006 los Estados Unidos estaban enfrentando una burbuja en el mercado hipotecario y otros mercados de activos, lo que, a su vez, alimentaba un gran auge de la demanda por bienes y servicios, y con ello fuertes presiones inflacionarias. Todo esto financiado con altos niveles de endeudamiento interno y externo, generados por los elevados niveles del déficit fiscal y de cuenta corriente.

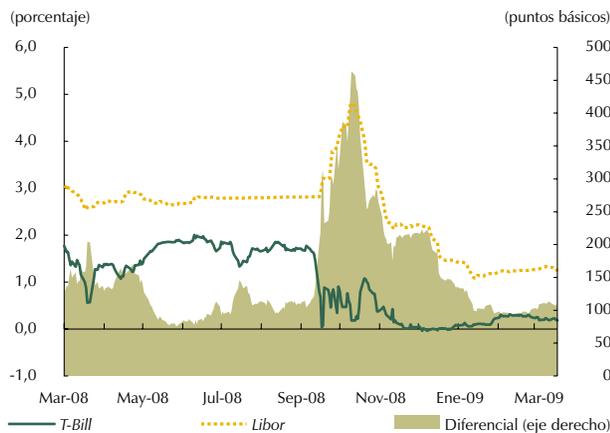
Después de 2006 se hizo evidente el comienzo del fin de la burbuja hipotecaria, una vez el aumento de los precios de la vivienda y el endeudamiento de los hogares alcanzaron niveles insostenibles. Por su parte, con el fin de disminuir las presiones inflacionarias sobre la economía, las autoridades monetarias ya habían comenzado una política de incrementos graduales de tasas de interés desde mediados de 2004.

*En la medida en que los deudores de vivienda empezaron a incumplir con los pagos de las cuotas de vivienda, el activo de las entidades financieras tenedoras de títulos hipotecarios comenzó a desvalorizarse y sus indicadores de solvencia también se deterioraron.*

En este contexto, en la primera mitad de 2007 se empezaron a ver síntomas de incumplimiento por parte de los deudores hipotecarios de alto riesgo y su efecto sobre las entidades que habían otorgado dichos créditos. En ocasiones anteriores el incumplimiento de los deudores afectaba solamente a las entidades hipotecarias y, por tanto, sus efectos no trascendían o eran muy localizados; pero esta vez fue diferente.

En la medida en que los deudores de vivienda empezaron a incumplir con los pagos de las cuotas de vivienda, el activo de las entidades financieras tenedoras de títulos hipotecarios comenzó a desvalorizarse y sus indicadores de solvencia también se deterioraron. El nerviosismo que produjo esta situación se tradujo en un aumento en la percepción de riesgo en los mercados financieros, reflejado en una diferencia creciente entre las tasas de interés de cero riesgo y las demás.

Gráfico 1  
Diferencial de las tasas *T-bill* y *Libor* a tres meses en los Estados Unidos



Fuentes: Reserva Federal de los Estados Unidos y Bloomberg.

Uno de los mercados más afectados fue el interbancario, en donde la tasa de interés a la cual se prestan los bancos entre sí (*Libor*<sup>1</sup>) se incrementó sustancialmente en relación con las tasas de interés consideradas como de cero riesgo<sup>2</sup>. Los bancos optaron por invertir en títulos del gobierno mientras restringían el crédito bancario. La situación se hizo más crítica entre septiembre y octubre de 2008, luego de la quiebra de Lehman Brothers y en medio de la gran incertidumbre asociada con el paquete de rescate bancario anunciado por el Gobierno (Gráfico 1).

El mercado internacional del crédito interbancario es muy importante, pues irriga la liquidez primaria necesaria para que las instituciones de crédito cuenten con recursos para otorgar préstamos a otros sectores de la economía. Adicionalmente, otras tasas de interés en los mercados de crédito se encuentran atadas a las principales tasas del mercado interbancario, como la *Libor*.

El estrés interbancario se transmitió rápidamente a las otras tasas de interés del mercado, lo cual condujo a restricciones crecientes de crédito, lo que terminaría afectando al conjunto de la economía. En efecto, en un entorno de aumento de la percepción de riesgo, y en la medida en que las entidades financieras trataban de liquidar sus inversiones de buena calidad<sup>3</sup> con el fin de cubrir las pérdidas originadas en el mercado hipotecario, el problema siguió escalando y afectó a otras entidades financieras que inicialmente tenían una menor exposición al riesgo hipotecario. La liquidación de activos financieros generó reducciones drásticas en sus precios y pérdidas importantes para los inversionistas. Esto desencadenó un círculo vicioso sobre los precios de los títulos, en el cual las entidades trataban de deshacerse de ellos, bien sea por que los percibían como riesgosos o porque necesitaban conseguir recursos para cubrir sus pérdidas.

Los menores precios de los activos financieros incrementaron el costo de financiación de las entidades del sector real que tradicionalmente se fondeaban mediante la colocación de papeles comerciales (bonos); incluso, en muchos casos no se encontraron compradores para estos bonos. Esto, entre otras cosas, extendió los efectos de la crisis financiera hacia los demás sectores de la economía, ya que la falta de recursos por parte de las empresas más sólidas de los Estados Unidos disminuyó su capital de trabajo y su capacidad productiva.

*El estrés interbancario se transmitió rápidamente a las otras tasas de interés del mercado, lo cual condujo a restricciones crecientes de crédito, lo que terminaría afectando al conjunto de la economía.*

1 La *London interbank overnight rate (Libor)* es la tasa de interés que los bancos se cobran por préstamos entre ellos sin colateral.

2 La tasa de los títulos del Tesoro a corto plazo, que se considera de cero riesgo, es la del mercado secundario.

3 Títulos corporativos, acciones, bonos de mercados emergentes, entre otros.

*Las entidades financieras que incurrieron en grandes pérdidas se fueron quedando descapitalizadas y perdieron su capacidad de otorgar créditos a los consumidores y a otras empresas.*

*La difusión de la crisis en los Estados Unidos durante el segundo semestre de 2008, en particular después de la quiebra de Lehman Brothers, ha causado un derrumbe de buena parte de la arquitectura financiera mundial y fuertes restricciones de crédito (credit crunch) para un número amplio de economías.*

En síntesis, las entidades financieras que incurrieron en grandes pérdidas se fueron quedando descapitalizadas y perdieron su capacidad de otorgar créditos a los consumidores y a otras empresas. Adicionalmente, el contexto económico mencionado aumentó la percepción de riesgo de otorgar créditos al sector real. Todo esto, junto con el continuo deterioro del sector hipotecario y la mayor percepción de riesgo, generó restricciones de crédito no observadas en muchos años en los Estados Unidos, reduciendo agudamente la producción de las firmas, así como el empleo y la riqueza de los hogares<sup>4</sup>.

De esta forma, a la caída de los sectores de la construcción y financiero, grupos que en 2007 participaban con un 22% de la producción nominal de la economía estadounidense, se empezó a sumar la debilidad de otros sectores como la industria y algunos servicios, los cuales terminaron profundizando la recesión ya anunciada en 2008.

La crisis financiera de los Estados Unidos se extendió a otros países, dado que sus sistemas financieros también eran tenedores de activos ligados a los créditos hipotecarios *subprime*; además, algunas de estas economías<sup>5</sup> presentaron características similares: exceso de gasto y burbujas en precios de activos, en especial de la propiedad raíz, con niveles altos de endeudamiento interno y externo.

La difusión de la crisis en los Estados Unidos durante el segundo semestre de 2008, en particular después de la quiebra de Lehman Brothers<sup>6</sup>, ha causado un derrumbe de buena parte de la arquitectura financiera mundial y fuertes restricciones de crédito (*credit crunch*) para un número amplio de economías. En tanto la demanda de los países industrializados cae, se contiene el comercio mundial, lo cual, junto con un fuerte incremento de la incertidumbre y el deterioro generalizado de la confianza, ha llevado a una fuerte desaceleración, y en algunos casos a la contracción de la gran mayoría de las economías emergentes.

## **1. Las medidas de política de las autoridades en los Estados Unidos**

### ***a. Acciones de política monetaria***

Las autoridades económicas estadounidenses han ido adoptando una serie de medidas destinadas a contrarrestar el cierre de los mercados financieros y la generalización de las restricciones crediticias.

---

4 Kohn, D. "Troubled Asset Relief Program", testimonio ante el Comité de Servicios Financieros, Cámara de Representantes, Estados Unidos, 13 de enero de 2009.

5 Como por ejemplo en Irlanda, España, Islandia e Inglaterra.

6 La gran incertidumbre sobre los planes de acción de la Fed y el Tesoro de los Estados Unidos, la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de la aseguradora AIG por parte del gobierno fueron los principales factores que marcaron las dinámicas de aversión al riesgo en los mercados en el periodo mencionado.

En los últimos meses las acciones de la Fed han logrado reducir el riesgo interbancario.

La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) actuó sobre el mercado interbancario con las siguientes medidas:

- Redujo agresivamente su tasa de interés de referencia, desde 5,25% en septiembre de 2007 hasta un intervalo entre 0 y 0,25% en la actualidad. Acorde con lo anterior, también disminuyó la tasa de interés para el acceso a la ventanilla de descuento por parte de los bancos.
- Creó el mecanismo de subastas llamado *term auction facility* (TAF)<sup>7</sup>, para que el acceso a la liquidez primaria por parte de todos los bancos sea a un mayor plazo y de una manera anónima<sup>8</sup>. También suministró crédito directo a un día a las instituciones financieras que tienen relación directa con la Fed (*primary dealer credit facility* [PDCF]<sup>9</sup>).
- Dada la poca liquidez de algunos papeles, amplió el plazo y el colateral admisible para préstamos de bonos del Tesoro estadounidense a las entidades financieras a cambio de bonos de otra categoría o calificación (*term security lending facility* [TSLF]<sup>10</sup>).

Estas acciones ayudaron a normalizar la situación en el mercado interbancario, y en los primeros meses de 2009 ya se observaba una recuperación en las condiciones de liquidez, tal como se aprecia en la disminución del margen entre la *Libor* y la tasa libre de riesgo (Gráfico 1).

En los últimos meses las acciones de la Fed han logrado reducir el riesgo interbancario. No obstante, las principales entidades financieras en los Estados Unidos, y particularmente los dos bancos más grandes del país (Bank of America y Citibank), recientemente enfrentaron problemas de solvencia, tanto por la desvalorización de sus activos como por las pérdidas reportadas en sus balances. Esto incrementó las restricciones de crédito, estrechando el flujo de recursos hacia todos los sectores de la economía.

De esta forma, la Fed se vio obligada a incorporar nuevas herramientas para tratar de restablecer el canal crediticio, en un contexto en donde la tasa de interés de referencia ya se encontraba cercana a cero. Los instrumentos adicionales señalan la intención de la Fed de reactivar el mercado de algunos títulos valores necesarios

La Fed se vio obligada a incorporar nuevas herramientas para tratar de restablecer el canal crediticio, en un contexto en donde la tasa de interés de referencia ya se encontraba cercana a cero.

---

7 Con este mecanismo de subastas a término también se buscó que todos los bancos tuvieran un acceso directo a liquidez primaria irrigada por la Fed, en lugar del canal tradicional mediante los corredores primarios denominados *primary securities dealers*.

8 La subasta mantiene el carácter anónimo de las compañías (no tiene el problema de estigma de la ventanilla de descuento).

9 PDCF ofrece préstamos a un día a cambio de colateral para las instituciones financieras que tienen relación directa con la Fed.

10 Son préstamos de bonos del Tesoro estadounidense a los *primary dealers* a cambio de bonos con distinta calificación.

Otras medidas relacionadas con la compra de títulos de mayor plazo dentro del portafolio de la Fed fueron enfocadas a evitar la quiebra de entidades especializadas en el crédito hipotecario, y así tratar de reestablecer el mercado de vivienda.

Las medidas anteriores han implicado un gran aumento de la liquidez a nivel mundial y han expandido la hoja de balance de la Fed.

para el fondeo de las empresas e impulsar de nuevo los préstamos a los hogares. Entre las estrategias adoptadas se presentaron dos conjuntos de acciones<sup>11</sup>:

- En el caso de las empresas se implementaron mecanismos para la compra de papeles comerciales con alta calificación (*commercial paper funding facility* [CPFF])<sup>12</sup> y liquidez de soporte para el mercado de crédito de muy corto plazo<sup>13</sup> (*money market investor funding facility* [MMIFF])<sup>14</sup>.
- Por el lado de los hogares, la Fed, junto con el Tesoro de los Estados Unidos, anunciaron un nuevo mecanismo para apoyar las emisiones de titulaciones relacionadas con créditos de autos, estudios y tarjeta de crédito (*term asset backed securities loan facility* [TALF])<sup>15</sup>.

Otras medidas relacionadas con la compra de títulos de mayor plazo dentro del portafolio de la Fed fueron enfocadas a evitar la quiebra de entidades especializadas en el crédito hipotecario, y así tratar de reestablecer el mercado de vivienda. Como ejemplo de esto la Fed compró directamente US\$100 miles de millones (mm) en deuda de entidades como Freddie Mac y Fannie Mae y cerca de US\$500 mm en titularizaciones hipotecarias garantizadas por agencias federales<sup>16</sup>.

La Fed también ha realizado acciones para incrementar la liquidez de los mercados interbancarios en dólares en otros países, por medio de acuerdos bilaterales de intercambio de divisas (*currency swap facilities*).

Las medidas anteriores han implicado un gran aumento de la liquidez a nivel mundial y han expandido la hoja de balance de la Fed (Cuadro 1). Varios analistas han relacionado estas estrategias con el nombre de *quantitative easing* (QE), o relajamiento cuantitativo monetario. Sin embargo, según el presidente de la Fed, Ben Bernanke, dicha estrategia debería entenderse más como una de *credit easing*

---

11 Otra herramienta importante para la Fed ha sido la comunicación al mercado. Aunque la tasa de interés de referencia se encuentre cercana a 0%, el Comité de Política Monetaria podría influir sobre las tasas de interés de largo plazo informando al público sobre el trayecto futuro de la política monetaria.

12 Por medio de esta herramienta la Fed financia la compra de papeles comerciales con un plazo de vencimiento no mayor a tres meses.

13 *Money market* es un mercado de crédito a muy corto plazo con alta liquidez.

14 Facilidad de crédito que la Fed le otorga a determinadas instituciones financieras reconocidas del sector privado para comprar ciertos instrumentos del *money market* emitidos por determinados inversionistas. La idea es otorgar liquidez de última instancia a entidades que se han desestabilizado por el retiro masivo de fondos de inversionistas de corto plazo.

15 Su propósito es atender a los mercados de crédito para acomodarse a las necesidades de financiación de los consumidores y de las pequeñas empresas facilitando la emisión de ABS y mejorando las condiciones de estos títulos. La Reserva Federal de Nueva York le dará un crédito similar a la entidad financiera que compre el ABS, por el valor de dicha compra menos un *haircut*.

16 Además, creó líneas de crédito para Bear Stearns y American International Group (AIG), que corresponden a cerca del 5% del balance de la Fed.

Cuadro 1  
Balance de la Reserva Federal de los Estados Unidos  
(millones de dólares)

	12 de septiembre de 2007	10 de septiembre de 2008	19 de marzo de 2009
<b>Activos</b>	<b>890</b>	<b>924</b>	<b>2.041</b>
Bonos del Tesoro y agencias federales	780	480	746
Repos	45	127	
Crédito TAF		150	469
Otros créditos <sup>a/</sup>	7	24	138
Facilidad de fondos a corto plazo			241
Créditos relacionados con Bear Stearns		29	72
Otros activos incluyendo FX swaps	58	115	375
<b>Pasivos</b>	<b>890</b>	<b>924</b>	<b>2.041</b>
Moneda en circulación	775	798	898
Reservas	32	32	778
Repos en reversa	33	44	66
Depósitos del Tesoro			297
Otros pasivos	50	50	2

a/ Otros créditos: ventanilla de descuento, PDCE, CPFF, facilidades de liquidez a ABCP Money Markets y Crédito AIG.  
Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

*El CE implica centrar la atención de la Fed en políticas que reduzcan los diferenciales de tasas de interés y que mejoren el funcionamiento de los mercados de crédito privado en general.*

(CE). El CE es similar al QE en cuanto a la expansión de la hoja de balance del banco central, pero difiere con respecto a la focalización de objetivos. En el caso del QE el fin de la política es la cantidad de reservas de los bancos, los cuales son pasivos para el banco central; la composición de préstamos y títulos por lado del activo del banco central no es muy relevante. Por el contrario, con el CE el propósito es mejorar las condiciones de crédito para hogares y empresas, influyendo sobre la composición de los préstamos y títulos que están en el activo de la hoja de balance del banco central. De esta manera, el CE implica centrar la atención de la Fed en políticas que reduzcan los diferenciales de tasas de interés y que mejoren el funcionamiento de los mercados de crédito privado en general.

#### **b. Medidas fiscales**

El Departamento del Tesoro de los Estados Unidos garantizó la solvencia y liquidez de las gigantescas agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac: hasta diciembre las compras que efectuó el gobierno de obligaciones y acciones emitidas por dichas entidades llegaban a US\$85 mm.

Tras la inesperada inestabilidad y volatilidad financiera presenciada en septiembre de 2008, el Tesoro lanzó el *troubled asset relief program* (TARP) por US\$700 mm (5,1% del PIB de 2007). El plan inicial era adquirir los activos de mala calidad en

*El gobierno electo aprobó en febrero de este año la ley de estímulo económico por un monto de US\$787 mm (5,7% del PIB de 2007); cantidad adicional a los recursos del TARP (US\$700mm).*

poder del sistema financiero y contribuir a sanear sus balances. Sin embargo, dada la fuerte oposición a este uso de los recursos públicos<sup>17</sup>, el objetivo fue modificado y terminó convertido en un programa de rescate de las entidades financieras en problemas, donde el gobierno les otorgó recursos a cambio de participación en el patrimonio. Al finalizar el año 2008 se habían gastado US\$247 mm, 35,3% del monto total, en garantizar solvencia y liquidez de varios bancos, la recapitalización de AIG y Citigroup y el rescate de las automotrices estadounidenses. Además, se ejecutaron US\$64 mm (9,2% del plan) en otros subsidios. Así, antes de la posesión de Barack Obama, como presidente de los Estados Unidos, la cantidad de dinero gastada del TARP era aproximadamente el 50% del paquete de ayuda.

Por su parte, el gobierno electo aprobó en febrero de este año la ley de estímulo económico por un monto de US\$787 mm (5,7% del PIB de 2007); cantidad adicional a los recursos del TARP. El paquete contempla recortes en impuestos por US\$300 mm, alrededor de US\$200 mm en inversión en infraestructura y tecnología, y más de US\$250 mm en ayuda en temas como seguros de salud, beneficios para los desempleados, bonos alimenticios y educación.

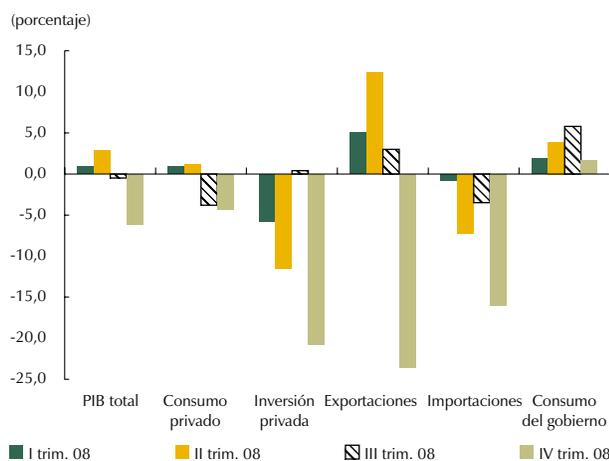
## 2. Actividad económica y perspectivas

En el cuarto trimestre de 2008 el PIB real de los Estados Unidos registró una contracción de 6,2% trimestre anualizado, confirmando que la economía estadounidense se encuentra en recesión<sup>18</sup>. Durante 2008 el consumo y la inversión se vieron

afectados por la pérdida generada en la riqueza de los hogares y las firmas, en gran parte por las fuertes caídas en los precios de los activos financieros y reales (como la vivienda) (Gráfico 2), y por un deterioro significativo de los niveles de confianza de los consumidores y los productores.

En el último trimestre de 2008 el consumo estadounidense se contrajo 4,3% trimestre anualizado, algo que no se observaba desde el inicio de los años ochenta. De igual forma, algunas variables que lideran el comportamiento del consumo muestran que en lo corrido del presente año la tendencia negativa se mantiene. En efecto, indicadores como las ventas al por menor y de vehículos se han contraído fuertemente: 9,8% y 37%, frente al mismo mes del año 2008, respectivamente (Gráfico 3). El deterioro del mercado laboral, las restricciones de

Gráfico 2  
Crecimiento real del PIB en los Estados Unidos en 2008  
(variaciones trimestrales anualizadas)

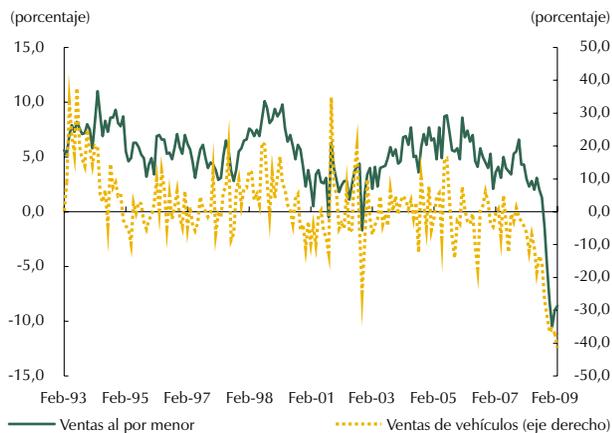


Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

17 Esto, dada la percepción de ayudar más a los dueños de las entidades que a las mismas entidades.

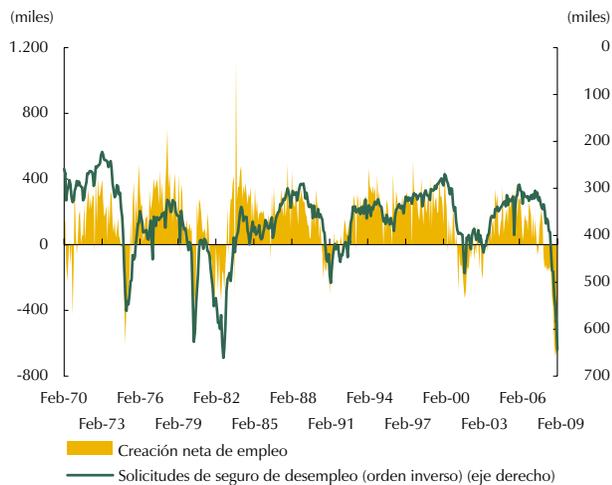
18 Desde el punto de vista técnico, una recesión se presenta cuando un país tiene un crecimiento negativo trimestral durante dos o más periodos consecutivos.

Gráfico 3  
Ventas en los Estados Unidos  
(variación anual de datos mensuales)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4  
Situación del empleo en los Estados Unidos  
(datos mensuales)



Fuente: Bloomberg.

acceso al crédito y las pérdidas de riqueza ocasionadas por la fuerte desvalorización de los activos hacen pensar que su recuperación pueda tardar varios trimestres.

Durante 2008 se presentó una destrucción de 2,6 millones de puestos de trabajo, y la situación no parece mejorar, puesto que en enero del presente año los recortes de personal ascendieron a 598.000. La tasa de desempleo para el primer mes del año se situó en 7,6%, cifra que no se registraba desde 1993. Al mismo tiempo, en enero se recibieron 583.000 solicitudes más de seguros de desempleo (Gráfico 4). Algunos analistas piensan que a finales de 2009 la tasa de desempleo podría llegar a niveles superiores al 10%.

La inversión ha sido una de las variables más afectadas por la crisis. La inversión residencial decreció 22% trimestre anualizado al finalizar el año, y no se espera una recuperación pronta. La inversión no residencial se contrajo 21% trimestre anualizado en el mismo periodo, e información como las nuevas órdenes de bienes de capital indican un deterioro en los últimos tres meses.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial muestra en enero una caída de 10%, con respecto al mismo mes del año pasado, y la encuesta de sentimiento empresarial manufacturero (ISM, por su sigla en inglés) presenta un deterioro que no se observaba desde 1980. Así, la confianza de los empresarios para invertir puede tardar varios trimestres en recobrase.

Por su parte, la inflación anual en la economía estadounidense ha venido cediendo a una gran velocidad junto con la caída en los precios del petróleo y otros bienes

básicos; de hecho, el índice de precios de febrero de 2009 frente al mismo mes del año anterior, fue de 0,2%. Dada la contracción en la demanda agregada y la caída de los precios del petróleo y sus derivados, ahora los riesgos para algunos países industrializados son hacia la deflación, es decir, una caída generalizada de los precios que lleve a variaciones anuales negativas<sup>19</sup>.

19 Contrario a la inflación, la deflación se presenta cuando ocurre una caída generalizada en el nivel de precios. Estos dos fenómenos por igual tienen efectos negativos sobre la actividad económica. En particular en la actual coyuntura económica existen dos problemas asociados con la deflación: el primero, cuando los agentes saben que los precios están cayendo prefieren posponer su consumo actual por consumo futuro, por lo que provocan un deterioro en la demanda actual y, en consecuencia una caída del producto. El segundo está relacionado con el endeudamiento, y afecta a las personas cuando tienen una deuda, puesto que al disminuir los precios se generaría un encarecimiento en términos relativos de la obligación del deudor.

*La destorcida de la demanda mundial se ha traducido en una contracción del comercio internacional.*

La destorcida de la demanda mundial se ha traducido en una contracción del comercio internacional. En los Estados Unidos, por ejemplo, las exportaciones disminuyeron un 24% en el último trimestre de 2008 (variación trimestral anualizada), mientras que sus importaciones lo hicieron en un 16%. Esto se tradujo en una contribución negativa al crecimiento del PIB por parte de las exportaciones netas en dicho periodo.

Así las cosas, las perspectivas de recuperación de la economía de los Estados Unidos son bajas y dependerán en gran parte de la superación de problemas cruciales como las restricciones de crédito, la desvalorización de los activos y de la efectividad de los planes de gasto público anunciados por el gobierno recién electo. Analistas como la Union Bank of Switzerland (UBS) y Goldman Sachs proyectan que el déficit fiscal para 2009 podría elevarse alrededor del 10% del PIB.

La incertidumbre sobre la eficacia de los estímulos fiscales es bastante alta. La parte que se destinaría a la reducción de impuestos, con lo cual las autoridades esperarán impulsar el consumo, puede que no se destine a una mayor demanda sino a un aumento del ahorro de los hogares. Este riesgo es aún mayor si se tiene en cuenta el alto nivel de endeudamiento de los consumidores en ese país. De hecho, la propensión a ahorrar ya había empezado a aumentar en 2008. Por otra parte, no es claro que el mayor gasto en infraestructura se pueda ejecutar rápidamente, razón por la cual estas políticas podrían tardar más de un año en mostrar resultados.

En conclusión, el escenario para la economía estadounidense en 2009 contempla una recesión profunda que podría tardar varios trimestres, al tiempo que se espera una recuperación lenta hacia comienzos de 2010. Esta perspectiva estaría condicionada al impacto de corto plazo que puedan tener los impulsos fiscales y las medidas financieras<sup>20</sup>. Como se mencionó, lo anterior ha estado enmarcado en un proceso de desaceleración de la inflación y de sus expectativas, lo que ha permitido una política monetaria más laxa.

*En conclusión, el escenario para la economía estadounidense en 2009 contempla una recesión profunda que podría tardar varios trimestres, al tiempo que se espera una recuperación lenta hacia comienzos de 2010.*

## B. ¿QUÉ HA PASADO EN LAS OTRAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS?

En economías desarrolladas como Japón, la zona del euro e Inglaterra ya es clara una profunda contracción de la actividad económica, no vista desde hace varias décadas. Al igual que en los Estados Unidos, el desplome de la dinámica de crecimiento ha estado relacionado con una burbuja en propiedad raíz acompañada por una crisis de confianza en sus mercados financieros. El deterioro de la liquidez y de la solvencia para la mayoría de bancos e instituciones financieras ha resultado en una interrupción abrupta del crédito. Esto ha contraído la demanda agregada, deteriorado las expectativas económicas y reducido el comercio.

---

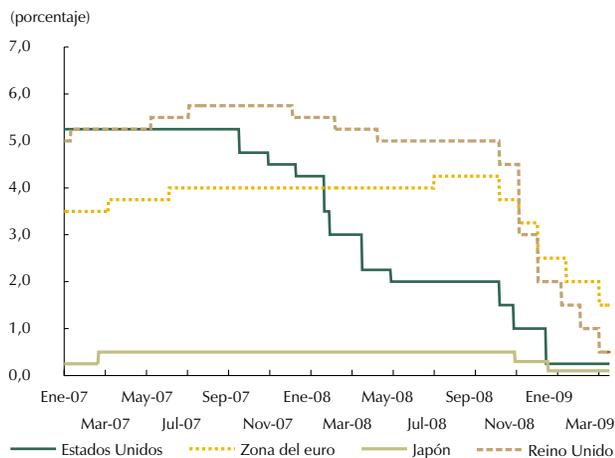
<sup>20</sup> Más aún, existe el riesgo de que se produzcan efectos de segunda ronda en los mercados financieros y la actividad real.

*La situación de la zona del euro se ve agravada por rigideces en materia de política monetaria y cambiaria.*

La situación de la zona del euro se ve agravada por rigideces en materia de política monetaria y cambiaria. Varios países que muestran una fase del ciclo contractivo avanzada no han podido ejecutar políticas de choque sobre las tasas de interés y el mercado cambiario. Así mismo, la política fiscal se ve limitada por los estándares de Maastricht<sup>21</sup>, acuerdo que seguramente varios países se verán forzados a incumplir. El mencionado deterioro del sistema financiero de la región se exagera dados los estrechos vínculos que tienen sus bancos con Europa del Este<sup>22</sup>.

La economía japonesa ha presentado un crecimiento muy pobre durante la última década por causas similares a las de la crisis actual en los Estados Unidos: una burbuja de activos y un colapso del canal crediticio. Este último se generó en un contexto de relajamiento excesivo en la entrega de préstamos por parte de los bancos. Adicionalmente, sufrió un fuerte choque externo producto de la crisis asiática y la crisis rusa que agravó su situación. A pesar del enorme esfuerzo de las autoridades económicas niponas para sacar a la economía del estancamiento a lo largo de la década, los resultados no han sido satisfactorios. En la actualidad el canal crediticio y la actividad económica no han podido restablecerse, lo cual ha estado relacionado con dinámicas de deflación persistentes.

Gráfico 5  
Tasas de interés de los bancos centrales de algunas economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

La crítica situación económica llevó a las autoridades monetarias de las economías desarrolladas a reducir de manera acelerada sus tasas de interés de referencia desde octubre de 2008 (el Reino Unido ya había comenzado a recortarlas de manera lenta desde noviembre de 2007). Hasta marzo de 2009 el Banco Central Europeo (BCE) había disminuido su tasa desde 4,25% a 1,5%, el Banco de Inglaterra (BI) lo había hecho de 5,75% a 0,5% y el Banco de Japón (BJ) de 0,5% a 0,1%<sup>23</sup> (Gráfico 5). Lo mismo ha ocurrido en algunos países nórdicos, Australia y Nueva Zelanda.

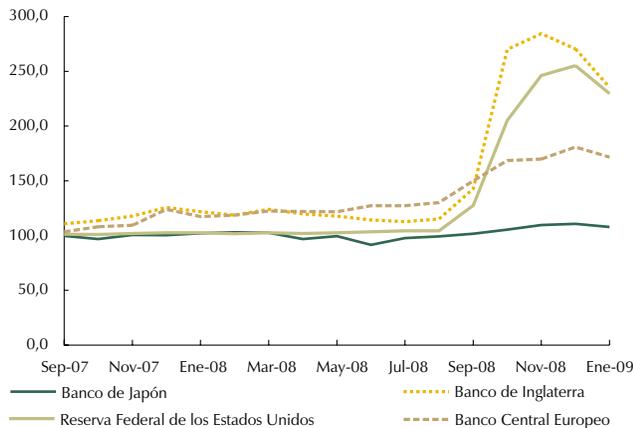
El balance de los bancos centrales de las economías desarrolladas no había presentado cambios significativos en términos reales durante las últimas décadas. No obstante, en septiembre de 2008 los activos de dichos bancos comenzaron a incrementarse, en mayor medida

21 Dentro de los estándares del Tratado de Maastricht para los países de la zona del euro se destacan, en materia fiscal, una relación deuda pública sobre PIB inferior al 60% y un déficit fiscal por debajo del 3%.

22 En la siguiente sección se mostrará la difícil situación macroeconómica que presenta esta región, siendo una de las grandes incógnitas para la evolución de los flujos de capital hacia países emergentes en el presente año.

23 Según lo comunicado por varios miembros del BCE, la escasa reducción de tasas de interés de este banco, con relación a la de los otros bancos centrales, se debía, entre otras razones, al temor inflacionario y más recientemente a la aversión por generar nuevas burbujas en activos sanos hasta el momento.

Gráfico 6  
Activos totales de los bancos centrales  
índice agosto 2007 = 100



Fuentes: bancos centrales.

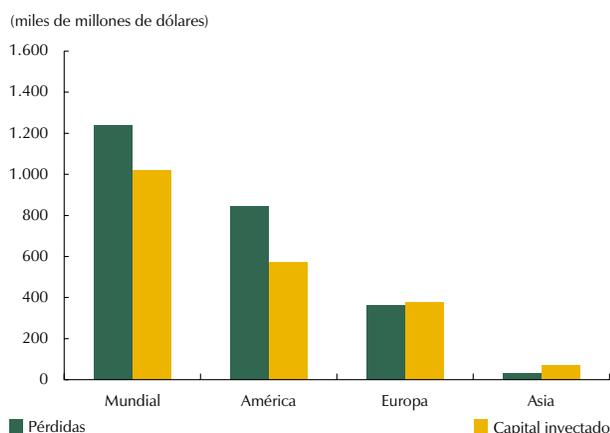
en los Estados Unidos y el Reino Unido (Gráfico 6). Ciertamente, un crecimiento del balance como el observado en las economías desarrolladas no está exento de riesgo; una parte de la expansión del balance puede convertirse en creación de dinero, por lo que a futuro podrían presentarse presiones inflacionarias en estas economías; adicionalmente, la excesiva intervención de los bancos centrales en el mercado financiero, y sobre todo en el interbancario, podría generar incentivos para que los bancos privados no reanuden rápidamente su labor de intermediación.

A su vez, los gobiernos de algunas de estas economías aprobaron o anunciaron varios planes de rescate durante 2008 y los primeros meses del año 2009. La Unión Europea lanzó un programa de recuperación económica por un monto de €200 mm (US\$260 mm, aproximadamente)

—lo que representa alrededor de 2% del PIB de 2007 de la región—, orientado a gasto en infraestructura, fondos sociales y protección a empleos. El Reino Unido anunció un plan por £20 mm (US\$28 mm, aproximadamente), es decir 1,4% del PIB de 2007, para apoyar a la economía mediante recortes de impuestos. Por su parte, desde octubre 2008 Japón ha aprobado dos paquetes de estímulo y ha anunciado un tercer plan en los primeros meses de 2009, el cual, de ser aprobado, junto con los anteriores sumaría un monto de ¥12 billones (b) (US\$123,9 mm), alrededor de 2,3% de su PIB.

Los esfuerzos realizados por las autoridades económicas se han reflejado en un alivio de las condiciones de liquidez y en una reducción de varias tasas de interés del mercado. Sin embargo, el canal crediticio no se ha restablecido en Europa y Japón y las restricciones de crédito han aumentado. Al igual que en los Estados Unidos, el deterioro del activo de las entidades financieras, tanto en cartera como en inversiones, ha generado significativos problemas de solvencia (en especial relacionados con el sector hipotecario por los activos tóxicos de la crisis *subprime*) (Gráfico 7). Las pérdidas del sistema financiero (US\$1.239 mm) reportadas desde el inicio de la crisis hasta el momento para las economías desarrolladas superan las inyecciones de capital, mostrando un déficit de capitalización pública y privada en el sistema financiero. No obstante, se destaca que la inyección de capital en Europa es ligeramente superior a las pérdidas de sus entidades financieras.

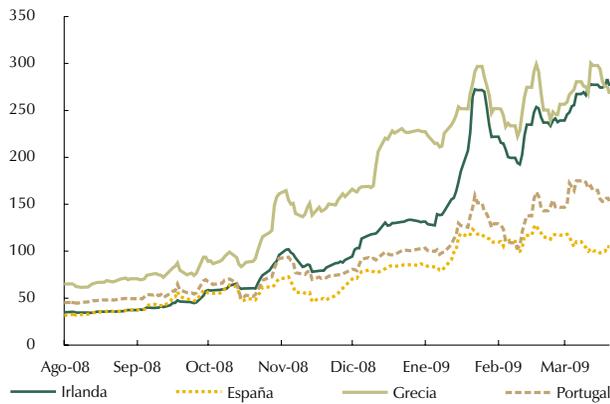
Gráfico 7  
Pérdidas e inyecciones de capital al sistema financiero desde el inicio de la crisis *subprime*



Fuente: Bloomberg.

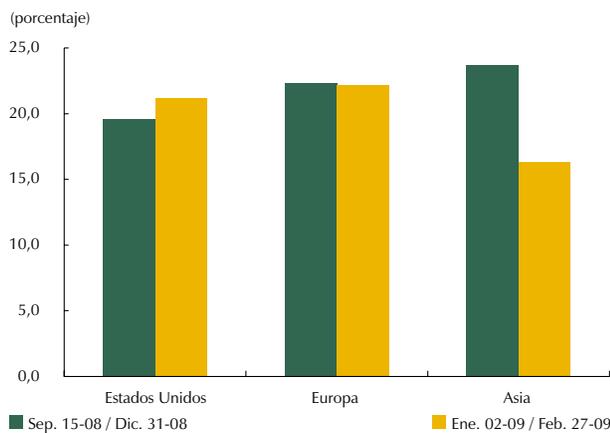
En el campo fiscal, a comienzos de año, la Comisión Europea presentó proyecciones sobre los déficits de varios países de la región para 2009, muy por encima del techo establecido en el Tratado de Maastricht (3%).

Gráfico 8  
Diferencial de la deuda soberana de 10 años con Alemania  
(puntos básicos)



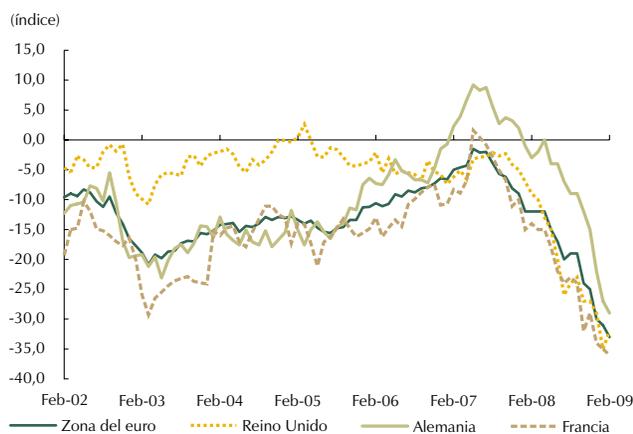
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9  
Caídas de las bolsas de las economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10  
Indicador de confianza del consumidor en Europa



Fuente: Bloomberg.

Entre ellas se destaca el caso de Irlanda con un déficit fiscal del 11,0% esperado; otros casos relevantes son España (6,2%), Italia (3,8%) y Grecia (3,7%).

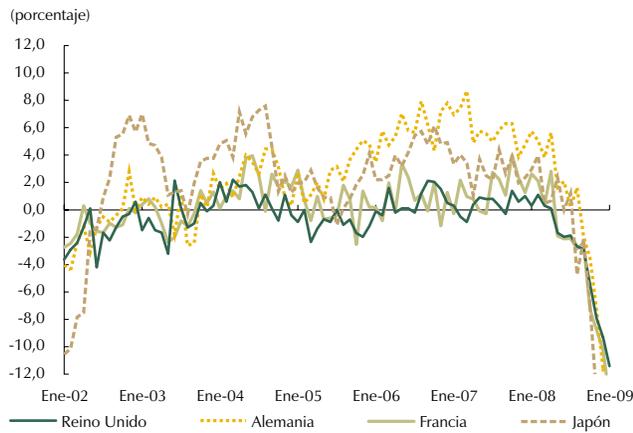
De esta manera, las presiones existentes sobre los fiscos por las ayudas gubernamentales junto con el deterioro del sistema financiero y de las condiciones de solvencia de los bancos comerciales, han hecho que aumente la percepción de riesgo de economías consideradas tradicionalmente como estables, incluso afectando su calificación crediticia. En el Gráfico 8 se observa cómo se ha ampliado el diferencial entre las tasas de interés que paga un bono de los mencionados países frente al bono alemán (título de menor riesgo de la región expresado en la misma moneda). Esto se convierte en una señal del mercado donde los inversionistas dejan de considerar como libres de riesgo a las emisiones de varios países grandes de la región. Esto es especialmente válido en los casos de Irlanda y Grecia.

Desde la aceleración de la crisis financiera a mediados de septiembre los índices bursátiles han disminuido 37% en Europa y alrededor de 34% en Japón y en los Estados Unidos, mientras que en lo corrido del año 2009 la caída ha sido de 20%, 15% y 20% en Europa, Japón y los Estados Unidos (Gráfico 9).

El consumo de Europa y Japón se desaceleró fuertemente durante 2008 y las perspectivas no son nada alentadoras. La tendencia a la baja se mantiene en indicadores como las ventas al por menor; en la zona del euro cayeron 1,5% (anual) en diciembre, mientras que en Japón la contracción fue de 1,8% (anual) en enero. El deterioro de las condiciones económicas, la incertidumbre y la aversión al riesgo han afectado fuertemente las expectativas de los agentes económicos; los indicadores de confianza del consumidor y sentimiento económico estaban en mínimos históricos (Gráfico 10).

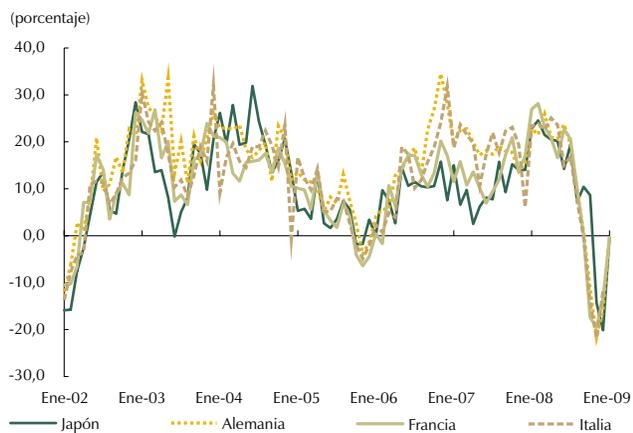
Simultáneamente, el mercado laboral se ha debilitado en estas economías. En el Reino Unido la tasa de desempleo aumentó de 5,2% al inicio de 2008 a 6,3% al finalizar el año, en tanto que en Japón aumentó a 4,1% en enero de 2009, luego de que en el mismo mes del año anterior fue 3,8%. En la zona del euro el desempleo se ubicó en 8,2% en enero de este año,

Gráfico 11  
Producción industrial en Europa y Japón  
(variación anual de datos mensuales)



Fuentes: Bloomberg y Datastream.

Gráfico 12  
Exportaciones en Europa y Japón  
(variación anual de datos mensuales)



Fuente: Bloomberg.

aumentando 0,9 pp durante 2008. En particular, dentro de la Unión Europea se encuentran algunos países que cuentan con mercados laborales más rígidos, como es el caso de España, que hacen que el ajuste de la economía frente a la crisis sea mucho más lento y doloroso, comparado con los Estados Unidos.

Por otra parte, para la zona del euro y el Reino Unido indicadores como el índice de producción industrial mostraban una contracción de 12% y 9,4% (anual) a diciembre, respectivamente. A su vez, Japón presentó un preocupante descenso en enero, cercano al del 31% (Gráfico 11). Así mismo, las encuestas empresariales sobre clima de negocios y sentimiento empresarial, que miden las perspectivas de la actividad económica desde el punto de vista del productor, muestran que la recuperación podría tardar varios trimestres.

Se ha presentado un fuerte debilitamiento en el comercio internacional de las economías desarrolladas. Las exportaciones en dólares corrientes de las principales economías de Europa descendieron en un rango entre 12% y 20%, y en Japón la caída fue de 20%<sup>24</sup>. Este deterioro en el comercio mundial podría afectar principalmente a economías como Alemania, Holanda y Japón, cuyo motor de crecimiento se relaciona con el comercio exterior (Gráfico 12).

Finalmente, la agudización de la demanda en Europa y Japón ha hecho que las presiones inflacionarias hayan disminuido desde el segundo semestre de 2008, facilitando la adopción de una política monetaria expansiva.

En enero la inflación anual del Reino Unido y la zona del euro fue de 3% y 1,6%, respectivamente, mientras que para Japón fue de 0,4% en diciembre.

Así las cosas, al igual que en los Estados Unidos, se contempla una recesión profunda en las demás economías desarrolladas, que podría mostrar algunos signos de mejoría hacia finales de 2009. La incertidumbre sobre la ejecución y eficacia de los planes es bastante alta, por lo que habría que esperar hasta el segundo semestre del año para comenzar a sentir sus efectos. Adicionalmente, se teme que el comercio mundial —uno de los motores de crecimiento de las últimas décadas— se contraiga fuertemente como resultado de la menor demanda mundial y de políticas proteccionistas que varios países podrían adoptar.

*Así las cosas, al igual que en los Estados Unidos, se contempla una recesión profunda en las demás economías desarrolladas, que podría mostrar algunos signos de mejoría hacia finales de 2009.*

24 En enero de 2009 fue publicado el dato de aduanas de la economía japonesa, mostrando una contracción del 45% frente a lo presentado en enero del año anterior.

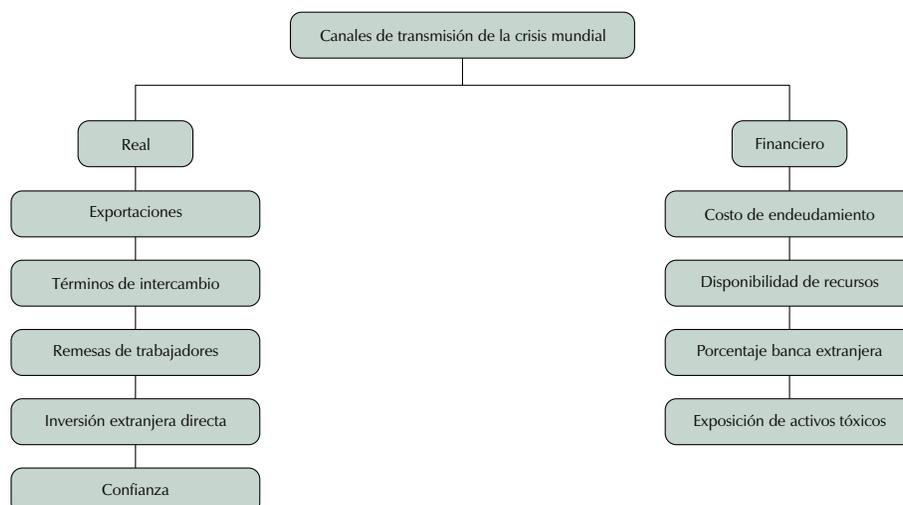
*El impacto negativo se ha sentido de manera pronunciada sobre los países emergentes europeos y asiáticos, y de manera un poco más moderada sobre América Latina.*

### C. POSIBLES CANALES DE TRANSMISIÓN A LOS PAÍSES EMERGENTES

Las economías en desarrollo se han visto afectadas de diferente forma por la situación mundial. Algunas han experimentado mayores dificultades iniciales y se estima que otras tardarán más tiempo en salir de la crisis. Por ahora, lo que se puede afirmar es que el impacto negativo se ha sentido de manera pronunciada sobre los países emergentes europeos y asiáticos, y de manera un poco más moderada sobre América Latina. De todos modos, ninguna economía estaría blindada contra la crisis internacional, máxime cuando la situación se continúa deteriorando.

A continuación se describe el efecto de la crisis mundial sobre los principales bloques de países emergentes, según los distintos canales de transmisión (Diagrama 1).

Diagrama 1  
Canales de transmisión de la crisis mundial



*Entre los países más perjudicados con el menor financiamiento externo se encuentran los de Europa del Este.*

#### 1. Emergentes europeos

Entre los países más perjudicados con el menor financiamiento externo se encuentran los de Europa del Este<sup>25</sup>. A la mayoría de ellos la crisis los sorprendió con una situación muy vulnerable, reflejada en grandes déficit de cuenta corriente<sup>26</sup>, alta dependencia de flujos financieros y niveles elevados de deuda externa como proporción del PIB.

Estas economías, que se financiaban con inversión extranjera directa (IED) o flujos de capital de corto plazo, tenían un sistema financiero compuesto principalmente por

25 Hungría y Letonia, y en menor proporción, Estonia, Lituania, Ucrania y Bulgaria.

26 Incluso en más de dos dígitos como proporción del PIB.

*Estas economías que se financiaban con inversión extranjera directa (IED) o flujos de capital de corto plazo, tenían un sistema financiero compuesto principalmente por bancos extranjeros, los cuales han reducido sus operaciones en diferentes países.*

bancos extranjeros, los cuales han reducido sus operaciones en diferentes países<sup>27</sup>. Ante el cierre del crédito externo los gobiernos tuvieron que acudir a préstamos de emergencia del FMI. Adicionalmente, la mayoría de estos países posee un sistema de tipos de cambio fijo, que combinado con sus desequilibrios externos los hace muy susceptibles a una crisis. Es por esto que las agencias especializadas de riesgo han reducido la calificación crediticia de algunos de ellos.

La principal fortaleza en la mayoría de estas naciones es una situación fiscal buena, con una deuda pública interna baja como proporción del PIB.

## **2. Emergentes exportadores de petróleo**

Varios de los países exportadores de petróleo están experimentando una reversión de sus balances fiscales y de cuenta corriente, llevándolos a una situación de déficit. Los ahorros que se lograron en el auge del precio del petróleo tendrán que utilizarse ahora para apoyar el crecimiento y pagar las deudas que adquirieron los sectores corporativo y financiero. Para estos países hay vulnerabilidades por la existencia de pasivos contingentes emitidos para apoyar el sistema financiero, o por la estrechez de las condiciones del crédito y su alta exposición a los mercados de propiedad raíz (como Kuwait o Dubai). Varias de estas naciones además adquirieron importantes deudas de corto plazo durante el auge como proporción a su deuda externa total.

Dentro de este grupo de países, Rusia ha merecido especial atención por parte del mercado. Aunque en esta ocasión no se espera que incumpla sus compromisos de deuda soberana (como ocurrió a finales de la década pasada), sus sectores corporativo y financiero poseen deudas que hoy en día superan ampliamente su acervo de reservas internacionales. Aunque en 2008 se logró alguna refinanciación de las deudas, un monto importante de éstas se vencerá en 2009 y la depreciación del rublo aumentaría el riesgo de una cascada de no-pagos.

Los indicadores económicos de Rusia se han deteriorado en tanto caen los precios del petróleo, y en 2009 se espera déficit gemelos (déficit fiscal y de cuenta corriente) por primera vez en diez años, en un ambiente en el cual también habrá una fuerte contracción económica. La pérdida del valor del rublo, la ausencia de financiamiento y la caída del consumo podría llevar a una crisis que ya se ha empezado a reflejar en una pérdida de empleos mayor que la experimentada durante la crisis financiera de 1998. La venta acelerada de reservas internacionales y el uso de activos en sus fondos de reservas para financiar el déficit fiscal (por encima del 10% del PIB) pueden llevar a una revisión de su calificación de riesgo y contagiar a los demás países emergentes, como sucedió a finales de los años noventa.

*Los indicadores económicos de Rusia se han deteriorado en tanto caen los precios del petróleo, y en 2009 se espera déficit gemelos (déficit fiscal y de cuenta corriente).*

---

<sup>27</sup> Como consecuencia de la crisis financiera internacional, los bancos extranjeros estarían planeando reducir sus operaciones fuera de sus países de origen. Adicionalmente, algunos paquetes de ayuda que se están otorgando en las naciones desarrolladas van atados a que no se apliquen sino en las operaciones de su territorio.

*Asia podría enfrentar dos recesiones: una interna y otra externa.*

### **3. Emergentes de Asia**

Estos países están enfrentando la crisis en una situación en la que en su mayoría no exhiben grandes vulnerabilidades: no poseen fuertes desequilibrios externos, tienen tasas altas de ahorro y sus sistemas financieros se encuentran saneados. Sin embargo, han registrado una desaceleración importante, especialmente a partir del último trimestre de 2008<sup>28</sup>.

La caída de la actividad económica se atribuye a varios factores, en donde se destacan dos. En primer lugar, estas economías, que son muy dependientes del comercio exterior<sup>29</sup>, enfrentaron una fuerte caída de las exportaciones debido a la menor demanda mundial, lo cual afectó tanto el PIB como el ingreso disponible de las familias. Por otra parte, una porción no despreciable de los hogares en varias de estas naciones eran propietarios de acciones, y sus ingresos se han visto negativamente afectados por el comportamiento de las bolsas de valores y los precios de las viviendas. Por lo anterior, Asia en general podría enfrentar dos recesiones: una interna y otra externa.

*El gigante asiático, China, no parece estar en riesgo de dificultades financieras, pero sus indicadores económicos se han debilitado fuertemente en los últimos meses.*

El gigante asiático, China, no parece estar en riesgo de dificultades financieras, pero sus indicadores económicos se han debilitado fuertemente en los últimos meses. Según estimaciones del FMI, el crecimiento real del PIB podría caer a 8% en 2009 frente a un 10% registrado en 2008. Sin embargo, no se pueden descartar crecimientos menores, en la medida en que las exportaciones se contraen, la inversión se desacelera, como consecuencia de la caída en la construcción, y la demanda interna se resiente. Todo ello, a pesar del actual paquete de ayuda gubernamental que incluye fuertes inversiones en infraestructura y gasto social. La crisis internacional también ha significado un deterioro de la balanza de pagos de países como Corea e Indonesia, de tal manera que han tenido que acudir a préstamos del FMI en meses recientes.

### **3. Emergentes de América Latina**

A pesar de la crisis de confianza que se ha generado en el sistema financiero internacional, varios países de esta región no han enfrentado un freno súbito de los flujos de capital, y algunos de ellos como Brasil, México y Colombia han podido colocar emisiones de deuda, a costos más altos, pero de todas maneras favorables. A diferencia de lo que ha ocurrido en otras naciones emergentes, los países de América Latina no han tenido que acudir a préstamos de emergencia del FMI;

*A diferencia de lo que ha ocurrido en otras naciones emergentes, los países de América Latina no han tenido que acudir a préstamos de emergencia del FMI.*

---

28 La información más reciente indica que en el cuarto trimestre de 2008 Hong Kong, Singapur, Corea del Sur y Taiwán experimentaron caídas del PIB nominal superiores al 15%, y se espera que el presente año puedan experimentar reducciones reales de esta variable entre 3 y 5%.

29 En Singapur las exportaciones representan 186%, en Hong Kong, 166%, en Malasia, 82%, en Taiwán, 60% y en Corea, 50%.

*En cuanto a la actividad económica, América Latina registró una desaceleración desde el segundo trimestre de 2008, que podría agravarse en 2009.*

sin embargo, de continuar la crisis en los países desarrollados los problemas de financiamiento podrían empeorar en los próximos meses.

En cuanto a la actividad económica, América Latina registró una desaceleración desde el segundo trimestre de 2008, que podría agravarse en 2009. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) estima que el crecimiento pasará de 4,6% en 2008 a 1,9% en 2009 para toda la región (Cuadro 2). Según esta entidad, se dará una desaceleración en todos los países, pero no se esperan tasas negativas.

Cuadro 2  
Comportamiento reciente y proyecciones del crecimiento de la Cepal para América Latina  
PIB total  
(millones de dólares a precios constantes de 2000)  
tasas de variación 2006-2009

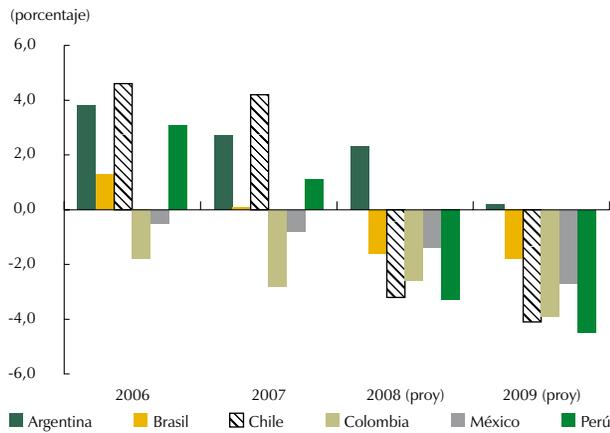
País	2006	2007	2008	2009
Argentina	8,5	8,7	6,8	2,6
Bolivia	4,8	4,6	5,8	3,0
Brasil	4,0	5,7	5,9	2,1
Chile	4,3	5,1	3,8	2,0
Colombia	6,8	7,7	3,0	2,0
Costa Rica	8,8	7,3	3,3	1,0
Cuba	12,1	7,3	4,3	4,0
Ecuador	3,9	2,5	6,5	2,0
El Salvador	4,2	4,7	3,0	1,0
Guatemala	5,3	5,7	3,3	2,0
Haití	2,3	3,2	1,5	1,5
Honduras	6,3	6,3	3,8	2,0
México	4,8	3,2	1,8	0,5
Nicaragua	3,9	3,8	3,0	2,0
Panamá	8,5	11,5	9,2	4,5
Paraguay	4,3	6,8	5,0	2,0
Perú	7,6	8,9	9,4	5,0
República Dominicana	10,7	8,5	4,5	1,5
Uruguay	7,0	7,4	11,5	4,0
Venezuela	10,3	8,4	4,8	3,0
<b>Subtotal América Latina</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>4,6</b>	<b>1,9</b>
<b>Caribe</b>	<b>6,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>4,6</b>	<b>1,9</b>

Fuente: Cepal con base en datos oficiales de los países.

Los canales que más han incidido en este menor desempeño han sido: i) la caída en los precios internacionales de los productos básicos; ii) la disminución de la demanda externa por los bienes de exportación de la región; iii) un menor flujo

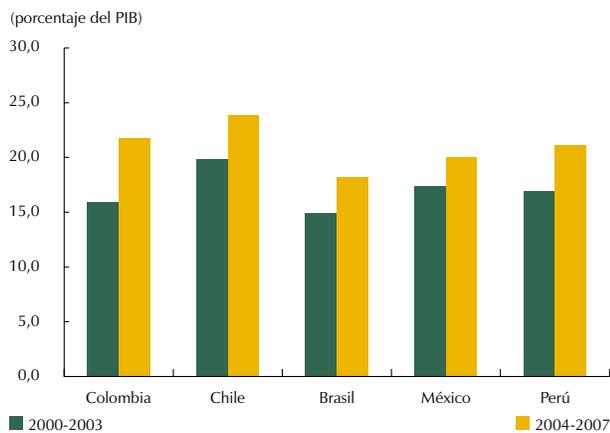
Gráfico 13

A. Cuenta corriente como proporción del PIB



Fuente: Latin American Consensus Forecast; marzo de 2009.

B. Tasa de ahorro promedio en Latinoamérica



Fuente: cálculos del Banco de la República a partir de información de bancos centrales.

de remesas de trabajadores; iv) un encarecimiento de las condiciones del financiamiento, y v) el deterioro en los niveles de confianza que ha disminuido tanto el consumo como la inversión.

Las menores vulnerabilidades de ciertos países de la región han sido asociadas con las políticas macroeconómicas coherentes realizadas en los últimos años. En primer lugar, la adopción de un esquema de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria que permite implementar políticas contracíclicas. Así mismo, el déficit de cuenta corriente de los países se encuentra en niveles sostenibles y las tasas de ahorro han aumentado (Gráfico 13). Adicionalmente, los hogares no tenían un porcentaje significativo de su riqueza en títulos valores y el sistema financiero aún permanece sólido. Tampoco hay evidencia de que los precios de la vivienda hayan caído de manera abrupta (como ha ocurrido en los países desarrollados y en Asia). Aunque el consumo en la región se ha desacelerado, el aterrizaje luce más suave que en otras latitudes del mundo.

## II. MANEJO MACROECONÓMICO DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA Y LA CRISIS MUNDIAL

*Las experiencias extraídas de la depresión de los años treinta y de otros periodos de contracción mundial mostraron la importancia del uso adecuado de políticas contracíclicas monetarias, fiscales y financieras con propósitos de estabilización macroeconómica.*

*En los últimos años se ha realizado en Colombia una serie de medidas macroprudenciales que han generado un mejor escenario económico para que se puedan implementar medidas contracíclicas y enfrentar en mejor medida la crisis económica mundial que se está viviendo.*

La experiencia de una crisis económica tan severa como la que sufrió el país a finales de los años noventa determinó en los siguientes años un cambio muy importante en la orientación de su política económica. Aquel periodo demostró que un país que acumula desequilibrios macroeconómicos importantes reduce sus márgenes de maniobra y se hace vulnerable a choques inesperados. La imposibilidad de financiar un alto déficit en cuenta corriente, por suspensión de flujo de capitales en 1999, obligó a un ostensible ajuste de la inversión y del consumo privados, que resultó en una aguda contracción de la demanda. Por su parte, el gasto público que había aumentado considerablemente anterior a la crisis, dificultó llevar a cabo una política fiscal contracíclica. La propiedad raíz exhibía una clara burbuja y, adicionalmente, el sistema financiero se encontraba débil, escaso de capital, con bajas provisiones y enfrentado a grandes pérdidas debido a la crisis hipotecaria. En tales condiciones, el choque externo que produjo la crisis asiática y rusa terminó por generar una contracción de 4,1% del PIB, una crisis financiera y un desempleo que superó el 20%.

*Un país que acumula desequilibrios macroeconómicos importantes reduce sus márgenes de maniobra y se hace vulnerable a choques inesperados.*

Colombia nuevamente enfrenta un choque externo de gran magnitud, aunque de características diferentes. Sin embargo, la economía está ahora en condiciones de mayor fortaleza. Algo que cambió de aquella época a ésta fue la orientación del manejo macroeconómico.

*La adopción del esquema de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria es un arreglo de política inherentemente contracíclico, que protege a la economía de caer en excesos que la hagan vulnerable.*

La dura experiencia de los años noventa dejó muchas enseñanzas y, quizá, la más importante fue la necesidad de una política económica prudencial. Esto se ha expresado de diversas maneras a lo largo de la presente década. Primero, la adopción del esquema de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria, que, como se explicará más adelante, es un arreglo de política inherentemente contracíclico, que protege a la economía de caer en excesos que la hagan vulnerable.

Segundo, un manejo cambiario que permite la flotación de la tasa de cambio, con todas las ventajas que ello tiene (como se explica en este capítulo). Tercero, la implementación de límites tendientes a evitar el excesivo apalancamiento en moneda extranjera del sistema financiero y prevenir descalces cambiarios que pongan en peligro su financiamiento externo. Cuarto, una política fiscal prudente, que propende por la sostenibilidad de la deuda pública y el saneamiento de las finanzas públicas. Finalmente, una regulación financiera prudencial que asegura la solidez del sector financiero.

Todo lo anterior, combinado con el uso adecuado de instrumentos, tales como la intervención cambiaria y los controles de capital en momentos necesarios, permitieron una significativa acumulación de reservas internacionales, y previnieron que el país se expusiera a los vaivenes de los capitales especulativos.

En esta sección se discute con alguna amplitud las características y ventajas de esta política macroprudencial, la cual le ha permitido a la economía estar mejor preparada para enfrentar choques externos como el actual.

## A. LA EXPERIENCIA MUNDIAL Y LECCIONES PARA COLOMBIA

Las experiencias extraídas de la depresión de los años treinta y la de otros periodos posteriores de contracción económica en los países desarrollados, mostraron la importancia del uso adecuado de políticas monetarias, fiscales y financieras con propósitos de estabilización macroeconómica.

De esta forma, en periodos de recesión y bajas tasas de inflación los bancos centrales de países desarrollados reducen sus tasas de interés de referencia con el objeto de incentivar el consumo y la inversión. Por el contrario, en tiempos de auge las tasas de interés se incrementan y la postura monetaria se hace más restrictiva, con el fin de evitar brotes inflacionarios y crecimientos económicos insostenibles.

Los países industrializados también han utilizado la política fiscal como un instrumento estabilizador. En momentos de fuerte expansión los gobiernos disminuyen el gasto para contribuir al control de la inflación y así suavizar el ciclo, y ahorran para enfrentar posibles crisis futuras. En periodos de recesión utilizan sus ahorros e incrementan el gasto público en infraestructura, educación, tecnología y seguridad social para atenuar los efectos de la caída en los ingresos de los hogares.

*En periodos de recesión los gobiernos utilizan sus ahorros e incrementan el gasto público en infraestructura, educación, tecnología y seguridad social para atenuar los efectos de la caída en los ingresos de los hogares.*

*La regulación financiera tiene como objeto propender por la estabilidad del sector y de la economía general.*

*En lo que corresponde a los países emergentes, la historia del siglo pasado muestra que las políticas contracíclicas no pudieron ser usadas...*

*...Por lo anterior se adoptaron varias medidas: dieron a los bancos centrales el mandato constitucional de reducir la inflación, establecieron reglas claras para controlar el gasto público y crearon fondos de estabilización para ahorrar en épocas de auge y gastar dichos fondos en épocas de bajo crecimiento. También mejoraron la regulación financiera.*

Por su parte, la regulación financiera tiene como objeto propender por la estabilidad del sistema financiero y garantizar el buen funcionamiento del sistema de pagos, del ahorro y del crédito, requisitos básicos para alcanzar un crecimiento sostenido de largo plazo.

Son innegables las ventajas del uso adecuado de políticas contracíclicas. Por ello, a raíz de la actual crisis económica y en un contexto de una inflación decreciente, los gobiernos de países desarrollados han anunciado fuertes inyecciones de liquidez y reducciones en las tasas de interés de referencia por parte de los bancos centrales, así como un incremento del gasto público.

En lo que corresponde a los países emergentes, la historia del siglo pasado muestra que las políticas contracíclicas no pudieron ser usadas. Características como las que se describen a continuación hacían que las medidas monetarias, fiscales y financieras que se adoptaban en periodos de crisis contribuyeran a acentuar las recesiones:

- Los periodos de crisis generalmente se daban en un entorno de altos déficit en la cuenta corriente y del sector público, acompañados de restricciones de crédito externo. Con ello, la percepción de riesgo se deterioraba, las monedas se devaluaban y se presentaba una salida de capitales que agravaba los problemas de financiamiento externo privado y público. El menor recaudo tributario y una capacidad futura de pago inferior a la de otras regiones imponían reducciones significativas del gasto público, acentuando la crisis.
- Las altas tasas de inflación que enfrentaban los países en desarrollo y el bajo compromiso de la autoridad monetaria en reducirlas no permitían ejecutar políticas contracíclicas. Las expectativas de inflación permanecían altas y contribuían a mantener las tasas de interés de largo plazo en niveles elevados, haciendo costoso el financiamiento interno y externo.
- La regulación financiera también era laxa y permitía incentivar los desequilibrios macroeconómicos. Las entidades financieras podían endeudarse en moneda extranjera y prestar en moneda local, lo cual profundizaba los ciclos de crédito y generaba mayor dependencia al financiamiento externo. Estos descalces cambiarios, además de dificultar la supervisión bancaria, los dejaba en una situación riesgosa ante devaluaciones no esperadas en periodos de crisis mundial.

Para reducir las anteriores vulnerabilidades varios países en desarrollo adoptaron diversas medidas. En primer lugar, le dieron a los bancos centrales el mandato constitucional de reducir la inflación. De igual forma, establecieron reglas claras para controlar el gasto público y crearon fondos de estabilización para ahorrar en épocas de auge y gastar dichos fondos en épocas de bajo crecimiento. También mejoraron la regulación financiera.

*Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y las perspectivas de crecimiento de la economía; de las expectativas de la inflación de los agentes, y de los pronósticos sobre incrementos de precios y sus desviaciones frente a las metas.*

*Durante 2006 y 2007 se registraron crecimientos superiores a 7%, situación que no se había presentado en décadas.*

## B. INFLACIÓN OBJETIVO: SUS VENTAJAS Y MEDIDAS ADOPTADAS

Desde 1999 la política monetaria en Colombia se rige por un esquema de meta de inflación, con flexibilidad cambiaria, cuyo objetivo es alcanzar la meta fijada por las autoridades para cada año y lograr, en el largo plazo, una tasa de inflación que oscile entre  $3\% \pm 1$  pp. Todo ello propugnando por el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo.

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y las perspectivas de crecimiento de la economía; de las expectativas de la inflación de los agentes, y de los pronósticos sobre incrementos de precios y sus desviaciones frente a las metas. Si del análisis se desprende que la demanda agregada crece más allá de lo que la economía puede producir, o que las expectativas de inflación o pronósticos de la misma superan la meta de inflación, la política monetaria debe ser restrictiva, y viceversa. La aplicación de esta política se lleva a cabo mediante modificaciones en las tasas de interés de referencia del Banco, o con otros instrumentos como el encaje bancario.

El manejo de la política monetaria durante la presente década ilustra la operación del esquema de inflación objetivo. Desde el año 2000 hasta octubre de 2005 el Banco redujo sus tasas de interés de intervención en 600 pb, cuando se presentó una inflación decreciente y un crecimiento de la economía menor al de su potencial. El estímulo monetario, el incremento en la demanda externa, la mejora en los términos de intercambio, la recuperación de la inversión privada y el fortalecimiento del sector financiero llevaron a que la economía alcanzara en 2005 una tasa de crecimiento de 5,7%, cuando en el año 2000 lo hacía a 2,4%.

Durante 2006 y 2007 se registraron crecimientos superiores a 7%, situación que no se había presentado en décadas. La dinámica del crecimiento se extendió a sectores como la industria, el comercio, la construcción y el transporte. Desde inicios de 2006 se empezaron a vislumbrar varios riesgos que sugerían que era adecuado restringir la postura de la política monetaria.

En primer lugar, el crecimiento de la demanda agregada empezaba a desbordar la capacidad productiva, generando presiones inflacionarias y posibles crecimientos no sostenibles en el largo plazo. El déficit en la cuenta corriente fue financiado en ese momento por flujos crecientes de capital —principalmente IED—, pero existían dudas sobre la sostenibilidad de dichos flujos.

Desde finales de 2004 el ambiente económico favorable de rápido crecimiento y reducción de la inflación estuvo acompañado por una progresiva apreciación del peso. La fortaleza de la economía colombiana aumentó la confianza de los empresarios extranjeros y nacionales, lo cual dio origen a grandes inversiones en el país y a repatriaciones de recursos ahorrados en el exterior. A los factores anteriores se le sumaron una entrada de montos importantes de capital asociados con negocios de venta de activos públicos y privados. La apreciación de las monedas frente al

*Entre abril de 2006 y julio de 2008, la postura de la política monetaria estuvo encaminada a contener las presiones inflacionarias, anclar las expectativas de inflación y a reducir los riesgos macroeconómicos.*

dólar también fue un fenómeno que afectó a la mayoría de las monedas, el cual estuvo asociado con los desequilibrios de la economía de los Estados Unidos y con la excesiva liquidez en sus mercados.

La dinámica de la cartera de los establecimientos de crédito también se aceleró, alcanzando aumentos anuales cercanos a tres veces el crecimiento del PIB nominal a finales de 2006. La cartera de consumo crecía a tasas cercanas al 50%.

El disparo en los precios internacionales de los productos básicos entre 2006 y mediados de 2008 también fue un hecho que incrementó la inflación y las expectativas de la misma. La reducción en la capacidad adquisitiva de los hogares debido al aumento en el precio de los combustibles y alimentos fue un factor que afectó el crecimiento económico.

Fue así como, entre abril de 2006 y julio de 2008, la postura de la política monetaria estuvo encaminada a contener las presiones inflacionarias, anclar las expectativas de inflación y a reducir los riesgos macroeconómicos. En el periodo se destacan las siguientes medidas monetarias y cambiarias.

- Entre abril de 2006 y julio de 2008 se inició una fase de incrementos en las tasas de interés de referencia, desde un nivel de 6,0% hasta 10,0%.
- Se implementaron medidas para moderar el crecimiento del crédito, las cuales consistieron en establecer un encaje marginal no remunerado sobre las captaciones a partir de mayo de 2007, el cual fue sustituido por encaje ordinario, que se dejó de aplicar en septiembre de 2008; y en octubre se redujo en 1 pp el encaje ordinario promedio.
- Para fortalecer la posición de liquidez internacional del país y aminorar el ritmo de apreciación, se decidió continuar con el proceso de compras discrecionales de divisas iniciado en septiembre de 2004. Fue así como entre esta última fecha y abril de 2007, mes en el que se dejó de utilizar el mecanismo, se compraron US\$11.707,8 m, así y las reservas internacionales brutas se duplicaron. Entre junio y octubre de 2008 se realizaron subastas diarias por US\$20 m, y se compraron US\$1.415,8 m.
- En el segundo trimestre de 2007 se dispuso un conjunto de medidas para desincentivar la entrada de capitales y el endeudamiento de corto plazo. Se restablecieron depósitos para el crédito externo de corto plazo, los cuales también incluían: los pagos anticipados de exportaciones y la pre-financiación de las mismas, así como la financiación de las importaciones. Como se explicará en detalle, también se impuso un límite a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios, con el fin de reducir su exposición a movimientos abruptos de la tasa de cambio.

*Se incrementaron las tasas de interés y se implementaron medidas para: moderar el crecimiento del crédito, fortalecer la posición de liquidez internacional, atenuar la apreciación y desincentivar la entrada de capitales y endeudamiento de corto plazo.*

Pese a las medidas tomadas, y al igual que en la mayoría de países, la inflación siguió su fase de ascenso iniciada a mediados de 2006, culminando 2007 en 5,7%,

*A partir de septiembre de 2008 se presentaron algunos hechos en la economía nacional e internacional que motivaron un viraje en la postura de la política monetaria...*

*... Los principales fueron: menores expectativas de inflación; un sector externo más adverso; una caída en los precios de los productos básicos; una actividad económica interna más débil.*

*El mercado financiero local mantiene un buen comportamiento.*

por encima del rango meta de inflación establecido para dicho año (entre 3,5% y 4,5%). La combinación de presiones de demanda asociadas con el alto crecimiento registrado en 2007, la menor oferta de alimentos por factores climáticos, el fuerte aumento de la demanda de Venezuela por nuestros productos y los incrementos en los precios internacionales de los productos básicos (petróleo, trigo, soya, etc.), fueron los principales motivos que explicaron el repunte de la inflación y el incumplimiento de la meta.

El pronunciado aumento en los precios internacionales de los productos básicos continuó, y solo a partir del segundo semestre de 2008, con más énfasis en el último trimestre, empezó a revertirse la tendencia. Ello afectó tanto la inflación de alimentos y regulados como las expectativas de los agentes; hechos que explicaron el incumplimiento de la meta de inflación de 2008 (entre 3,5% y 4,5%).

A partir de septiembre de 2008 se presentaron algunos hechos en la economía nacional e internacional que motivaron un viraje en la postura de la política monetaria. En dicho periodo las decisiones de la JDBR estuvieron enmarcadas en un panorama macroeconómico que se puede describir como sigue:

- Una inflación elevada que finalizó en 2008 por encima del rango meta y unos indicadores de inflación básica que, en algunos casos, no han dado señales de ceder. Desde noviembre las expectativas de inflación a diferentes plazos se redujeron, pero aún se mantienen en niveles superiores a 5%. Las proyecciones le asignan una alta probabilidad a que se presente una desaceleración significativa de la inflación a lo largo de 2009.
- Un sector externo más adverso tanto para la demanda de nuestras exportaciones como para el acceso al crédito externo. El comercio internacional, principal motor de crecimiento de la presente década, se está contrayendo a un ritmo acelerado.
- Señales de desaceleración económica en varios países en desarrollo, acompañadas de una pérdida de valor de las monedas frente al dólar. Adicionalmente, la caída en los precios de los productos básicos ha disminuido los ingresos de nuestros socios comerciales.
- Una actividad económica interna que continúa desacelerándose, lo cual llevará a que el crecimiento del producto se ubique en niveles inferiores al del largo plazo. La debilidad en la demanda interna, especialmente la del consumo, podría acentuarse si las condiciones externas continúan afectando el ingreso disponible de la economía o se resiente el mercado laboral.
- Un mercado financiero local que hasta el momento mantiene un buen comportamiento. El crédito, aunque desacelerándose, continúa creciendo a buen ritmo, con riesgos de cartera en niveles aceptables. La cartera de consumo ha presentado la mayor desaceleración.

*Ante este panorama macroeconómico la JDBR decidió abandonar los controles a la entrada de capital de corto plazo; redujo los porcentajes de encaje que deben hacer los bancos sobre sus depósitos; fijó la meta de inflación de 2009 en un rango entre 4,5% y 5,5%; estableció en 4,0% el punto medio de rango meta de inflación para el año 2010, y redujo en 300 pb su tasa de interés de referencia.*

Ante este panorama macroeconómico, en septiembre de 2008 la JDBR decidió abandonar los controles a la entrada de capital de corto plazo, eliminando el depósito al endeudamiento externo. Además, en octubre redujo los porcentajes de encaje que deben hacer los bancos sobre sus depósitos y amplió el suministro de liquidez para fin de año. En noviembre fijó la meta de inflación de 2009 en un rango entre 4,5% y 5,5%, con 5,0% como meta puntual para efectos legales. Así mismo, estableció en 4,0% el punto medio del rango meta de inflación para el año 2010. De igual forma, en cada una de las reuniones de diciembre de 2008 y enero de 2009 redujo en 50 pb su tasa de interés de intervención, y en las de febrero y marzo del mismo año, en cada ocasión, la redujo en 100 pb. De esta forma, la tasa repo de expansión a un día la situó en 7,0%.

En conclusión, si bien es cierto que las anteriores medidas no vuelven inmune a Colombia ante la crisis de la economía mundial, sí mejoran su posición para enfrentarla. En primer lugar, en la medida en que las proyecciones de inflación se dirijan a las metas y la economía cuente con la capacidad de dejar flotar su moneda, están dadas las condiciones para realizar una política monetaria contracíclica que estimule el crecimiento. También se cuenta con un sistema financiero sano, regulado, con suficientes provisiones y en general con muchas fortalezas para que siga irrigando crédito. Adicionalmente, se han acumulado reservas internacionales importantes para enfrentar los choques adversos de la crisis.

### C. LAS VENTAJAS DE LA FLOTACIÓN CAMBIARIA EN LA ESTABILIZACIÓN DEL PRODUCTO

Un sistema de flotación cambiaria brinda la posibilidad de adoptar una política monetaria contracíclica y contribuye a evitar crisis financieras.

Para comenzar, es útil recordar que el potencial de flotación cambiaria depende de la historia inflacionaria y de las características económicas de cada país. La flotación es menos recomendable en economías con una larga historia de inestabilidad monetaria, poco nivel de credibilidad de la política monetaria, altos pasivos denominados en moneda extranjera y elevada participación del comercio internacional en el producto.

En los años ochenta y comienzos de los noventa se pueden encontrar varios ejemplos de lo anterior: países que hicieron un mal uso de la política monetaria generaron grandes desequilibrios macroeconómicos y fueron forzados a adoptar un sistema de cambio fijo<sup>30</sup>.

Un régimen de tasa de cambio flexible le permite al banco central controlar la cantidad de dinero en la economía y la tasa de interés. Por tal motivo, se dice que este sistema es consistente con la estrategia de meta de inflación, en la cual el banco

*Un sistema de flotación cambiaria brinda la posibilidad de adoptar una política monetaria contracíclica y contribuye a evitar crisis financieras.*

---

30 Argentina (1991), Brasil (1986), Perú (1985) y Ecuador (1984).

*Desde 1999 Colombia ha operado bajo un régimen de flotación, en el cual la tasa de cambio flota dadas las condiciones del mercado o el banco central interviene sin pretender afectar su tendencia.*

central, mediante las modificaciones en la tasa de interés, controla las presiones inflacionarias originadas en la demanda o en las expectativas. En este marco el banco central puede intervenir en el mercado cambiario, siempre y cuando esa intervención sea consistente con la postura de la política monetaria y no amenace el cumplimiento de la meta de inflación.

Por lo anterior, desde 1999 Colombia ha operado bajo un régimen de flotación, en el cual la tasa de cambio flota dadas las condiciones del mercado o el banco central interviene sin pretender afectar su tendencia. La intervención se hace de acuerdo con unas reglas predeterminadas para evitar la excesiva volatilidad del tipo de cambio y para acumular o desacumular reservas.

Algunas de las ventajas que tiene la tasa de cambio flexible como sistema cambiario, al momento de querer suavizar el crecimiento económico y conducirlo a sus niveles de largo plazo, son las siguientes:

Cuando una economía enfrenta un choque real, la tasa de cambio flexible ayuda a suavizar el producto. Por ejemplo, los efectos adversos sobre el PIB que se dan por una caída en los términos de intercambio<sup>31</sup> son atenuados por la devaluación que se genera, ya que esta última mejora los ingresos de los exportadores y aumenta su competitividad.

La flexibilidad cambiaria le permite al banco central tener mayor control sobre la tasa de interés interna, hecho que es favorable cuando existe una gran proporción de agentes con créditos en moneda local. Por el contrario, cuando en periodos de crisis se hace una defensa de una tasa de cambio, ello puede implicar grandes ventas de dólares, caídas en los agregados monetarios, reducción en la oferta de crédito y, por consiguiente, aumentos en la tasa de interés interna, hechos que podrían acentuar la crisis.

Ante choques externos adversos en economías que presentan fuertes rigideces, la tasa de cambio es la que se ajusta y permite llegar a un mejor equilibrio macroeconómico. Por el contrario, con una tasa de cambio fija, dada la pérdida de control sobre la tasa de interés, el ajuste recaería con mayor fuerza en la política fiscal, aumentando el riesgo de insolvencia del Estado.

En síntesis, un régimen de tasa de cambio flotante bajo el esquema de inflación objetivo le permite a Colombia enfrentar en mejor medida la actual situación de recesión que se registra en la economía mundial. Como se explicó, la defensa de una tasa de cambio puede conducir a desbalances macroeconómicos en presencia de diferentes tipos de choques externos. De todos modos, es importante anotar que las medidas de política fiscal adoptadas también desempeñan un papel importante para hacerle frente a la crisis externa.

*Un régimen de tasa de cambio flotante bajo el esquema de inflación objetivo le permite a Colombia enfrentar en mejor medida la actual situación de recesión que se registra en la economía mundial.*

---

31 Por ejemplo por una reducción internacional en el precio del café. Otros choques reales son: un cambio tecnológico o variaciones en los precios relativos que afecten los precios nacionales.

*Las finanzas del sector público colombiano han venido registrando un proceso de ajuste gradual.*

*En el plano legislativo desde 2000 se aprobaron cuatro reformas tributarias que ajustaron principalmente los impuestos de renta, IVA y patrimonio, redefinieron el esquema de incentivos para estimular la inversión privada y fortalecieron los mecanismos de lucha contra la evasión.*

*Si bien se lograron avances importantes en el frente fiscal, la economía colombiana aún no alcanza una posición sólida en este frente, como la lograda en otros países de la región.*

## D. POLÍTICA FISCAL

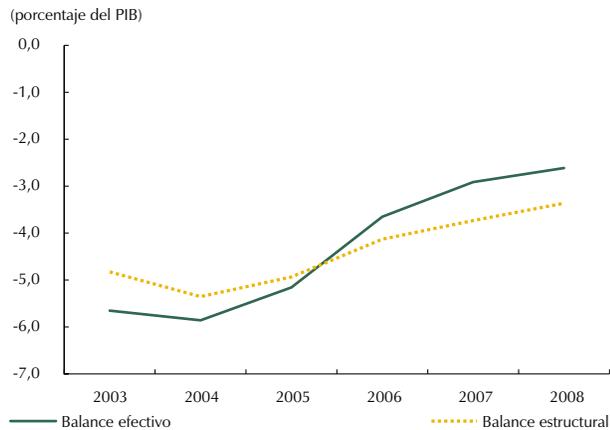
Tras el marcado deterioro fiscal que se observó en la segunda mitad de la década de los noventa, especialmente por el aumento del gasto, las finanzas del sector público colombiano han venido registrando un proceso de ajuste gradual. Entre 2002 y 2008 el déficit fiscal consolidado se redujo de 3,2% a 0,9% del PIB y la deuda bruta descendió de 56% a 40% del PIB. Desde el punto de vista sectorial, sobresale la generación de excedentes por parte del sector descentralizado y la reducción del déficit de la administración central. Las reformas que se adelantaron para aumentar los recaudos y evitar un crecimiento desbordado del gasto público así como las mejores condiciones internas y externas de la economía explican estos resultados.

En el plano legislativo desde 2000 se aprobaron cuatro reformas tributarias que ajustaron principalmente los impuestos de renta, IVA y patrimonio, redefinieron el esquema de incentivos para estimular la inversión privada y fortalecieron los mecanismos de lucha contra la evasión. Por el lado de los gastos, en el año 2000 se aprobó la Ley 617 para contener el gasto de funcionamiento de los entes territoriales, y en 2001 y 2007 se revisó el sistema de transferencias a las regiones para suavizar su impacto en las finanzas nacionales y establecer mejores condiciones para la elaboración de presupuestos a nivel territorial. Así mismo, en el tema de reformas al régimen pensional en 1999 se creó el Fondo de Pensiones para los Territorios (Fonpet), y en 2003 y 2005 se ajustó el régimen general de pensiones, cuyos beneficios fiscales se observarán claramente a partir de 2011. Estas medidas fueron complementadas con una política de manejo de la deuda pública tendiente a reducir el riesgo cambiario y los problemas de liquidez, mediante la sustitución de pasivos externos por internos y la mejora en el perfil de vencimientos.

La expansión del producto y la revaluación del período 2003-2007 explican buena parte de la reducción del coeficiente de deuda pública. En 2004, por ejemplo, la deuda del Gobierno nacional se redujo 4,5 puntos del PIB, de los cuales 3,6 puntos (el 80%) obedeció a estos dos factores. El contexto macro y las reformas descritas contribuyeron a reducir el desequilibrio fiscal. Entre 2002 y 2008 la carga tributaria aumentó 2,5 puntos del producto. Durante este mismo período, el aumento significativo de los precios internacionales del petróleo generó rentas adicionales al Gobierno central cercanas a 1% del PIB. Al contabilizar los recursos cedidos por el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP), dichas rentas aumentan a 1,5% del PIB en el último año. Por su parte, las regalías por extracción de petróleo que recibieron los entes territoriales crecieron 0,5% del PIB durante estos años.

Si bien se lograron avances importantes en el frente fiscal, la economía colombiana aún no alcanza una posición sólida en este frente, como la lograda en otros países de la región. Las cifras indican que el déficit de la administración central todavía es cuantioso (alrededor de 3% del PIB) y que el servicio de la deuda demanda alrededor de una cuarta parte del presupuesto nacional. Infortunadamente los mayores ingresos fiscales obtenidos en la fase de expansión no se tradujeron en un mayor ahorro público. El desbalance fiscal aumenta al descontar el efecto positivo del ciclo

Gráfico 14  
Balance efectivo y estructural del Gobierno nacional  
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público; cálculos del Banco de la República.

alto del producto. En el Gráfico 14 se muestra que el déficit cíclicamente ajustado (o déficit estructural) del Gobierno nacional ha oscilado entre 4% y 5% del PIB en los últimos tres años, lo cual revela mejor el tamaño del desequilibrio.

La situación descrita permite afirmar que el Gobierno colombiano tiene un espacio fiscal estrecho para compensar adecuadamente los efectos de la crisis internacional con programas expansivos. A diferencia de Colombia, otros países de la región como Chile y Perú, cuya política fiscal ha sido guiada en los últimos tiempos por reglas fiscales estructurales, generaron cuantiosos ahorros durante los buenos tiempos, lo que les permite tener una posición más sólida para ejecutar una política contracíclica. En 2008, por ejemplo,

los gobiernos centrales de Chile y Perú registraron superávit primario de 7% y 4% del PIB, respectivamente, al tiempo que Colombia registró un superávit de solo 0,9%. Así las cosas, la postura fiscal expansiva con paquetes discrecionales de gasto, tal como se está recomendando a nivel internacional, debe ser cuidadosamente evaluada en Colombia, a la luz del plan de choque anunciado recientemente por el Gobierno. Bajo ciertas circunstancias este tipo de planes podrían ser poco efectivos y hasta contraproducentes en el mediano y largo plazos, si no se tienen en cuenta varios aspectos.

En primer lugar, se deben conocer los multiplicadores del gasto público sobre la actividad económica, los cuales varían según el tipo de programa; de hecho, según estudios del FMI, sus efectos plenos toman entre uno y tres años<sup>32</sup>. Por la naturaleza de la crisis (de liquidez y confianza), se recomienda inversión en infraestructura con poco contenido importado y una alta rentabilidad social, que estimulen pronto y efectivamente el empleo y la demanda agregada. Los recortes generalizados en impuestos no se recomiendan porque difícilmente se traducen en mayor consumo, debido a la posición precautelativa que adoptan las familias ante la crisis (mayor ahorro). Es preciso señalar que los gastos en infraestructura no son totalmente transitorios, puesto que se requiere presupuestar recursos en el futuro para su sostenimiento. Además, es indispensable contar con una buena ejecución de las obras, para que se traduzcan en programas oportunos. La gestión eficiente parece ser un cuello de botella en la mayor parte de las economías de la región.

El segundo aspecto tiene que ver con el esquema de financiamiento del plan fiscal, especialmente cuando los gobiernos no disponen de ahorro y los países tienen un alto grado de apertura. Para economías abiertas con perfecta movilidad de capitales y regímenes cambiarios flexibles, si los planes de choque se financian

*La situación descrita permite afirmar que el Gobierno colombiano tiene un espacio fiscal estrecho para compensar adecuadamente los efectos de la crisis internacional con programas expansivos.*

32 Spilimbergo, Antonio; Symansky, Steve; Blanchard, Olivier; Cottarelli, Carlo. "Fiscal Policy for the Crisis", Staff Position Note, spn/08/01, 29 de diciembre, 2008.

*Es importante que el país tenga en cuenta la percepción de los mercados sobre la sostenibilidad fiscal de mediano plazo, para que los planes de choque no afecten el mercado local del crédito y las tasas de interés.*

primordialmente con recursos externos, se tiende a reevaluar la moneda local y se deteriora la cuenta corriente. Esto hechos terminan presionando al alza las tasas de interés, lo cual podría anular el efecto fiscal expansionista. Puesto que los planes de rescate financiero de los países industrializados demandarán cuantiosos recursos de los mercados internacionales del crédito, las economías emergentes tendrán mayores dificultades de acceso y mayores costos de financiamiento.

Finalmente, es importante que el país tenga en cuenta la percepción de los mercados sobre la sostenibilidad fiscal de mediano plazo, para que los planes de choque no afecten el mercado local del crédito y las tasas de interés. La evidencia internacional indica que la calificación riesgo-país está relacionada con el tamaño de la deuda pública, y que esa relación gana importancia cuando el nivel de la deuda excede ciertos umbrales. Con la desaceleración que ya se percibe en la economía colombiana y la evidente depreciación del peso, el coeficiente de deuda a PIB se podría deteriorar rápidamente, a pesar del mejor perfil del endeudamiento por moneda. Si a ese entorno desfavorable se le agrega una cuantiosa emisión de títulos para financiar el plan de choque, la deuda podría ascender en el mediano plazo a niveles de difícil manejo.

## E. CONTROLES DE CAPITAL 2007-2008

En mayo de 2007 la JDBR decidió restablecer el mismo tipo de controles a las entradas de capital que habían sido utilizados entre 1993 y 2000, complementados esta vez con medidas ideadas para reducir el riesgo a la exposición que presentaban algunos bancos en el mercado de derivados. Las razones que llevaron a esta decisión fueron la fuerte entrada de capitales y la significativa apreciación del peso, en condiciones de un amplio diferencial de tasas de interés, así como la necesidad de limitar la exposición del sistema financiero a operaciones cambiarias. Con varias modificaciones, algunos controles se mantuvieron vigentes hasta septiembre de 2008, cuando, a raíz de la crisis financiera internacional, comenzaron a producirse salidas de capital, con lo cual cedieron las presiones a la apreciación del peso colombiano.

*La JDBR decidió restablecer el mismo tipo de controles a las entradas de capital que habían sido utilizados entre 1993 y 2000, complementados esta vez con medidas ideadas para reducir el riesgo a la exposición que presentaban algunos bancos en el mercado de derivados.*

El esquema de controles inicialmente impuesto consistió en un depósito obligatorio no remunerado en moneda legal durante seis meses, por un monto equivalente al 40% del valor de los desembolsos de deuda externa diferente de prefinanciación de exportaciones. Adicionalmente, un depósito obligatorio no remunerado en moneda legal durante doce meses, por un monto equivalente al 11% en el caso de canalización de préstamos en moneda extranjera para prefinanciar exportaciones. De igual manera, se estableció un límite de apalancamiento del 500% del patrimonio técnico de los intermediarios financieros para operaciones en el mercado de derivados, con el objeto de limitar los riesgos de contraparte. Finalmente, en el caso de las inversiones de portafolio de capital extranjero se estableció un depósito obligatorio no remunerado en moneda legal, equivalente al 40% del valor de las nuevas inversiones. En este caso, en diciembre de 2007 se permitió constituir el depósito en moneda extranjera, y su porcentaje se mantuvo en 40%. Además, en

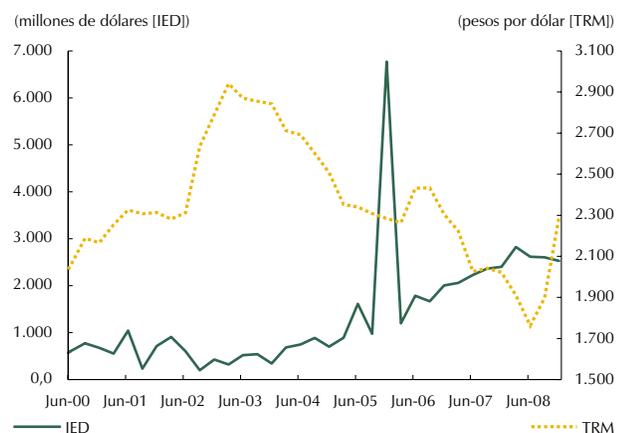
la misma fecha se redujeron los castigos en caso de retiro anticipado, tanto de los depósitos en pesos como en dólares<sup>33</sup>.

En mayo de 2008, ante el recrudecimiento de la apreciación cambiaria, el Banco amplió el límite de apalancamiento de los intermediarios financieros para operaciones en el mercado de derivados del 500% al 550%. Al tiempo los controles se ajustaron, de manera que el depósito para inversiones de portafolio aumentó de 40% a 50%, y se impuso el requerimiento de estadía mínima de capital de IED por dos años. Luego, en junio fue incrementado el descuento por retiro anticipado de depósitos en el Banco de la República.

Ante el rápido cambio en el contexto internacional, en septiembre de 2008 se revocó la norma de estadía mínima para IED y se eximió a los flujos para compra de acciones del depósito obligatorio. La subsecuente depreciación nominal del peso colombiano llevó en octubre a la autoridad monetaria a eliminar los controles de capitales, manteniendo solamente el techo de apalancamiento de los intermediarios financieros para contener el riesgo de exposición durante la turbulencia financiera del momento.

Para comprender la racionalidad de ese reciente episodio de controles, así como evaluar su utilidad y efectividad, es importante discutir el contexto económico que condujo a esta decisión, y la forma como las entradas de capital evolucionaron con posterioridad a la imposición de los controles.

Gráfico 15  
Flujos de IED y tasa de cambio nominal



Fuentes: Banco de la República.

En el segundo semestre de 2006, luego de las turbulencias en los mercados internacionales, el peso colombiano se apreció fuertemente. Este fenómeno fue a su vez promovido por el incremento en los diferenciales de tasa de interés, producto de la política monetaria contraccionista ejercida por el Banco de la República desde abril del mismo año. Aunque en este período la IED presentó una fuerte dinámica (Gráfico 15), los flujos diferentes a IED permanecieron relativamente estables, y fue solo desde principios de 2007 que estos comenzaron a cobrar importancia. La mayor parte de 2007 se caracterizó por ser un período de fuertes presiones a la revaluación, como resultado de entradas masivas de capitales asociadas con IED por parte de los sectores de petróleo y minería, y las provenientes de los pagos por las compras de empresas, recursos

que de por sí fueron de una magnitud considerable. Sobre este escenario, el Banco realizó intervenciones en el mercado cambiario, sin abandonar su esquema de inflación objetivo adoptado desde 1999. Dentro de este marco, el logro de la meta

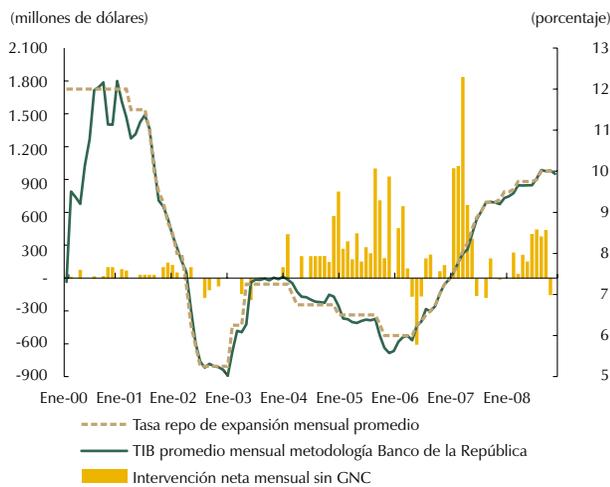
33 Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Banco de la República, marzo de 2008.

de inflación fue su principal objetivo y por ello, frente a los riesgos inflacionarios futuros, la JDBR continuó incrementando la tasa de interés de política.

La mayor revaluación del segundo semestre de 2006 incentivó las entradas de otros recursos de capital externo, como los de portafolio. Esto acentuó la apreciación del peso durante los primeros meses de 2007. En particular, entre enero y abril de 2007 el peso colombiano se revaluó 3,5% en promedio, frente a igual período del año anterior, y 6,6% año completo.

En estas circunstancias, y con el objetivo de reducir la volatilidad que se estaba presentando en el tipo de cambio y atenuar la presión hacia una apreciación más fuerte, el Banco de la República decidió intervenir de forma masiva en el mercado cambiario. De esta manera, entre enero y abril de 2007 el Banco efectuó compras netas de divisas por US\$4.725 m, monto similar a la intervención de todo 2005 y cuatro veces superior a la de 2006. La modalidad mediante la cual se realizó la mayor parte de estas compras fue el mecanismo de intervención discrecional, cuyo monto se daba a conocer al cabo de dos semanas, siguiendo las pautas establecidas por la JDBR.

Gráfico 16  
Inversión neta mensual, tasa repo y tasa de expansión y TIB



Fuente: Banco de la República.

La intervención cambiaria no logró detener la tendencia a la apreciación a pesar del elevado volumen de compra de dólares durante los primeros meses de 2007. Al finalizar mayo de 2007 la tasa de cambio nominal se había apreciado 5,2% frente a su valor de finales de 2006. Como se ha discutido en Informes anteriores<sup>34</sup>, algunos autores como Kamil (2000) han argumentado que esta ineffectividad obedecía principalmente a la pérdida de coherencia entre las políticas monetaria y cambiaria, pues ante las mayores presiones inflacionarias, el Banco de la República se vio en la necesidad de incrementar la tasa de interés, al tiempo que intervenía en el mercado cambiario (Gráfico 16). Sin embargo, Echavarría, Vásquez y Villamizar (2008)<sup>35</sup> muestran que no se presentaron cambios en los coeficientes que medían la influencia de la intervención sobre la tasa de cambio. Ello sugiere que el canal de expectativas monetarias no presentó contradicciones muy fuertes, y que otros canales, como el de portafolio o el de señales sobre burbujas especulativas en la tasa de cambio, cumplieron un papel importante, canales que no dependen de la contradicción macroeconómica que señala Kamil. Lo anterior, junto con la expectativa de que la autoridad monetaria continuara con esta política de ajuste, ampliaba el diferencial presente y futuro entre las tasas de interés

34 *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Banco de la República, julio de 2007.

35 Echavarría, J. J.; Vásquez, D.; Villamizar, M. "El impacto del riesgo país, los controles de capital y las intervenciones del banco central sobre la tasa de cambio", documento interno, Banco de la República 2008.

internas y externas. Esto hacía altamente atractivo traer capitales al país, en particular inversiones de portafolio, al tiempo que restaba credibilidad a las posibilidades de éxito de la intervención cambiaria.

Ante la evidencia de que la intervención masiva hacía cada vez más difícil mantener el control del crecimiento de los agregados monetarios —y con ello manejar las tasas de interés—, y dada su ineffectividad para detener el proceso de apreciación, el Banco de la República decidió interrumpir la intervención discrecional a partir de mayo de 2007. No obstante, con el propósito de desincentivar la entrada de capitales especulativos, la JDBR en coordinación con el Gobierno nacional, decidió acudir a los controles de capital descritos atrás, como mecanismo para detener el fuerte ingreso de capitales del exterior y limitar las operaciones de *carry trade*.

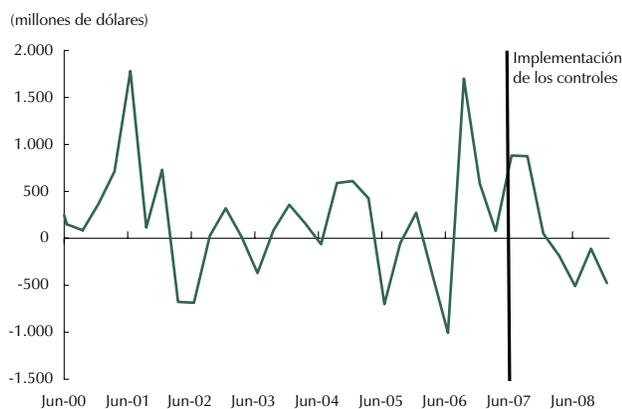
### Efectividad de los controles de capital

La evidencia empírica en torno de los controles de capital ha mostrado resultados variados para los países emergentes. Con el fin de valorar esta evidencia para el caso colombiano bajo un mismo enfoque, podemos definir la efectividad de los controles de capital como su habilidad para: i) limitar los flujos de capital; ii) cambiar la composición de esos flujos del corto plazo hacia el largo plazo; iii) aliviar presiones de revaluación sobre la tasa de cambio, y iv) proveer a la política monetaria de mayor independencia, vía un debilitamiento de la relación entre las tasas de interés internas y externas.

En la información de la balanza de pagos puede encontrarse alguna evidencia de las limitaciones que los controles pudieron haber impuesto sobre los flujos de capital. Las cifras de inversión de cartera —que es la inversión que ingresa al país en busca de rentabilidad de muy corto plazo— muestran que ésta disminuyó desde la imposición de los controles en mayo de 2007, pasando de US\$881 m en el segundo trimestre de ese año a -US\$109 m en el tercer trimestre de 2008 (Gráfico 17).

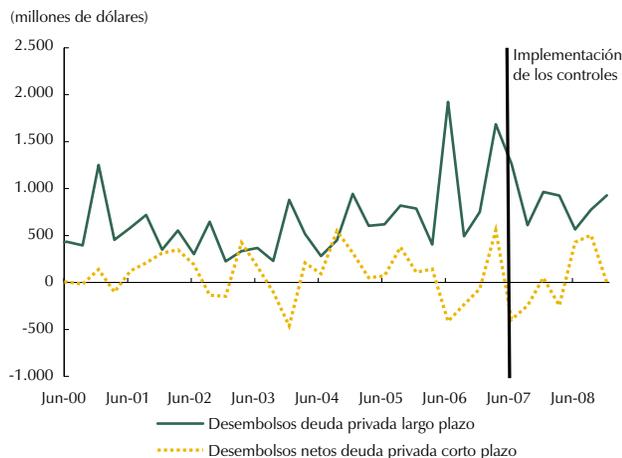
Por otro lado, el endeudamiento privado de corto y de largo plazos que alcanzó un pico en el segundo trimestre de 2007, se desaceleró de forma evidente a partir de la imposición de los controles. Como se observa en el Gráfico 18, los desembolsos de deuda de largo plazo pasaron de US\$1.760 m, a un nivel de US\$787 m hacia el tercer trimestre de 2008. La misma dinámica se nota en el endeudamiento neto de corto plazo, aunque en este caso estos retomaron una tendencia positiva a

Gráfico 17  
Inversión de cartera <sup>a/</sup>



a/ Inversiones de corto plazo de extranjeros en Colombia.  
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 18  
Deuda externa privada: desembolsos de largo plazo y deuda neta de corto plazo



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 19  
Inversión extranjera directa y de cartera en Colombia

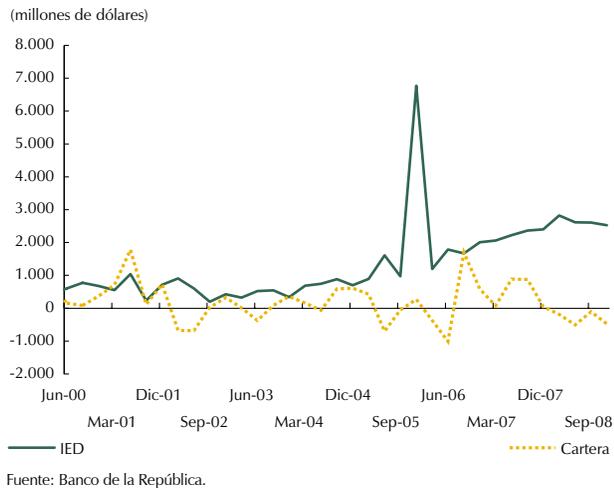
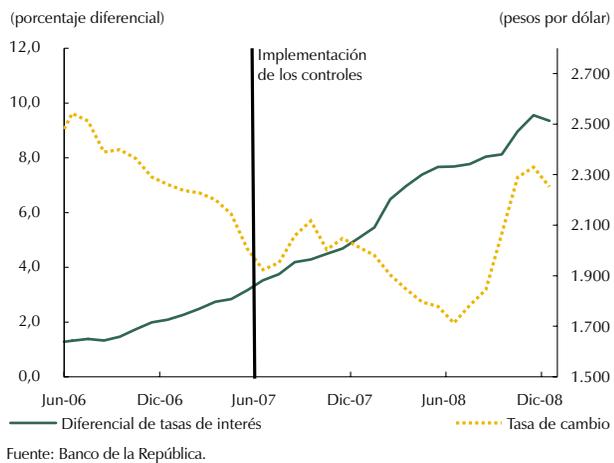


Gráfico 20  
Diferencial de tasas de interés y tasas de cambio



finales de 2008. A la fecha la composición del saldo de la deuda externa del país es 87% de largo plazo y 13% de corto plazo.

Al analizar la IED se encuentra también evidencia de una recomposición de los flujos de inversión, otro de los objetivos de los controles de capitales. La IED mantuvo su tendencia creciente después de la imposición de los controles, llegando a US\$2.614 m a mediados de 2008 (Gráfico 19). Por el contrario, como ya se dijo la inversión extranjera dirigida a cartera presentó un quiebre con la imposición de los controles.

En el frente cambiario, como ya se mencionó, el Banco de la República afrontó una contradicción entre la política monetaria contraccionista que se estaba llevando a cabo desde abril de 2006 con los esfuerzos de intervención para evitar mayores presiones hacia la apreciación. A este respecto, como lo muestra el Gráfico 20, los incrementos en los diferenciales de tasa de interés dejaron de tener el mismo impacto revaluacionista sobre la tasa de cambio durante aproximadamente un trimestre después de impuestos los controles. De esta forma, al menos durante un tiempo las medidas parecen haber sido efectivas en el logro de mayor autonomía monetaria bajo el esquema de inflación objetivo.

Pero como también lo muestra el Gráfico 20, la tasa de cambio retomó su tendencia de apreciación a finales de 2007, llegando a 16% entre la imposición de los controles y julio de 2008. Este fenómeno obedeció principalmente al continuo y fuerte flujo de IED, y a la debilidad global del dólar.

Aunque este tipo de análisis descriptivo es útil para ilustrar a grandes rasgos los efectos de los controles, las comparaciones gráficas entre períodos dejan por fuera cambios en factores que son determinantes en el comportamiento de los flujos de capital y la tasa de cambio. Por ejemplo, el período posterior a la adopción de los controles correspondió con un cese a la intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República, con una mayor contracción monetaria y una consecuente ampliación de los diferenciales de tasas, y con un incremento de la volatilidad de la tasa de cambio. Es por eso que una evaluación más precisa de la efectividad de los controles de capital requiere emplear metodologías econométricas, capaces de incorporar otras fuerzas que en un momento dado actúan simultáneamente sobre la tasa de cambio y los flujos de capital.

Al respecto, varios trabajos recientes han tratado de evaluar mediante la estimación de modelos econométricos la efectividad de los controles de capital establecidos en

Varios trabajos recientes han tratado de evaluar mediante la estimación de modelos econométricos la efectividad de los controles de capital establecidos en mayo de 2007. Cárdenas (2007) encuentra que el efecto de los controles, separado del diferencial de intereses, no es significativo sobre el comportamiento de los flujos de capital.

Concha y Galindo (2007) encuentran que los controles tienen un efecto sobre los flujos de corto plazo más o menos significativo, aunque de poca magnitud, en tanto que no afecta los de largo plazo.

mayo de 2007. Por un lado, Cárdenas (2007)<sup>36</sup> examina los efectos de la regulación sobre los flujos netos de capital privado de un año de duración con datos mensuales, para un período de estimación entre enero de 2000 y septiembre de 2007 usando mínimos cuadrados ordinarios (MCO). En este ejercicio se utiliza como variable explicativa de los flujos privados de capital, la paridad descubierta de tasas de interés, y como variable de control, las importaciones de bienes de capital (como *proxy* del nivel de inversión del país). El autor encuentra que el efecto de los controles, separado del diferencial de intereses, no es significativo sobre el comportamiento de los flujos de capital. Según la estimación, lo que realmente explica las entradas de capital es el diferencial de intereses, las importaciones de bienes de capital, y una *dummy* para el período marzo-mayo 2007. Sin embargo, puesto que esta estimación sólo utiliza datos de flujos de capital con maduración mayor a un año, ignora el efecto de medidas como el encaje obligatorio sobre los flujos de capital de corto plazo.

En otro trabajo, Concha y Galindo (2007)<sup>37</sup> utilizan otro tipo de modelos (VEC y GARCH) para evaluar el impacto de los controles de capital sobre el nivel de los flujos de capital, la tasa de cambio real y la volatilidad de la tasa de cambio. Así encuentran que el efecto de los controles de capital sobre la tasa de cambio real y sobre los flujos totales de capital no es significativo. No obstante, al desagregar los flujos entre corto y largo plazos, se obtiene que los controles tienen un efecto sobre los flujos de corto plazo más o menos significativo, aunque de poca magnitud, en tanto que no afecta los de largo plazo. Adicionalmente, se concluye que los controles de capital reducen significativamente la volatilidad de la tasa de cambio nominal.

Más recientemente, Clements y Kamil (2008)<sup>38</sup> evalúan el efecto de los controles de 2007, tanto sobre los flujos netos como sobre los flujos brutos de capital, mediante el uso de datos semanales, lo cual les permite tener una visión más detallada sobre los flujos de capital de corto plazo. El impacto de los controles sobre los flujos de capital y la tasa de cambio se examina para los períodos julio de 2006 a julio de 2008 y enero de 2007 a julio de 2008.

Para el primer período los resultados sugieren que los controles de capital no tienen efectos sobre los flujos totales de capitales diferentes a IED, aunque sí fueron efectivos en reducir los flujos de préstamos externos. Esto implica que las restricciones llevaron a una disminución semanal del préstamo externo bruto de cerca de US\$42 m. Por otra parte, los autores no encuentran evidencia de un impacto de los controles sobre los niveles de la tasa de cambio ni sobre su sensibilidad a los desarrollos globales.

---

36 Cárdenas, M. "Controles de capitales en Colombia: ¿funcionan o no?", *Debate de Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Bogotá, diciembre, 2007.

37 Concha, A.; Galindo, A. "Controles de capitales en Colombia: ¿funcionan o no?", *Debate de Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Bogotá, diciembre, 2007.

38 Clements, B.; Kamil, H. "Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia", Selected Issues Paper, *Fondo Monetario Internacional*, diciembre, 2008.

*Adicionalmente, se concluye que los controles de capital reducen significativamente la volatilidad de la tasa de cambio nominal.*

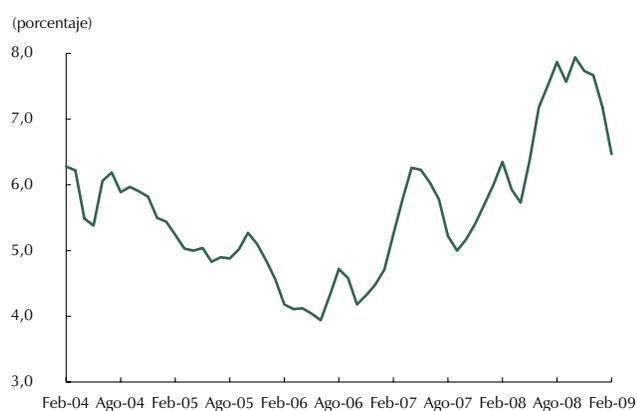
Entre enero de 2007 y julio de 2008 los resultados arrojan conclusiones consistentes con el primer período estimado. Pero existen dos diferencias principales: la primera es el hallazgo de un efecto positivo de los controles de capital sobre la autonomía de la política monetaria, los controles permitieron que la autoridad monetaria incrementara los diferenciales de tasa de interés sin generar mayores presiones de revaluación sobre la tasa de cambio. La segunda diferencia es que los controles resultaron en un aumento de la sensibilidad de la tasa de cambio ante otros factores, especialmente cambios en los precios de los *commodities*. Los autores argumentan que este resultado se explica por el hecho de que los *commodities* pueden considerarse una aproximación a las expectativas de revaluación en dicho periodo.

En conclusión, el examen gráfico de las series y los resultados de estimaciones econométricas ofrecen evidencia mixta sobre la efectividad de los controles. En general se observa que los controles sí logran tener algún efecto en reducir los flujos de corto plazo. También hay evidencia de que los controles tienen alguna capacidad de inducir una recomposición de los flujos hacia capitales de mayor plazo. Esto puede ser visto como una ventaja de los controles, en la medida en que reducen la vulnerabilidad de la economía a cambios drásticos en las condiciones externas, como pueden ser las paradas súbitas de los flujos de capital. Finalmente, algunos trabajos encuentran evidencia positiva en cuanto a la capacidad de los controles de capital de lograr cierto aislamiento de la economía, y de esa forma otorgar mayor grado de autonomía a la política monetaria.

### III. LA ECONOMÍA COLOMBIANA EN 2008 Y PERSPECTIVAS

La inflación que terminó en 2008 por encima del techo del rango meta fue principalmente el resultado de choques de origen externo, tales como el incremento de los precios del petróleo y los alimentos, que se trasladaron a los precios internos, y generaron efectos de segunda vuelta que presionaron al alza las diversas medidas de inflación básica. Esto ocurrió, aún a pesar del debilitamiento de la demanda agregada, en particular del consumo de los hogares. Para 2009 se proyecta que la inflación se situará dentro del rango meta y que el crecimiento de la economía será inferior al de 2008, pero todavía positivo.

Gráfico 21  
Inflación total anual al consumidor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

#### A. INFLACIÓN

##### 1. La inflación en 2008

En 2008 la inflación anual al consumidor aumentó de manera importante por segundo año consecutivo, situándose por encima del techo del rango meta establecido por la JDBR (3,4%-4,5%). El registro a diciembre fue de 7,67%, casi 200 pb más que el observado en diciembre de 2007. Las presiones inflacionarias fueron más pronunciadas en la primera mitad del año, mientras en la segunda mitad la inflación tendió a estabilizarse en un valor alto (Gráfico 21).

El comportamiento anterior se dio en un contexto de choques, tanto externos como internos, siendo el principal el relacionado con el aumento registrado en la primera parte del año en los precios internacionales del petróleo, otras materias primas y alimentos. Esta situación no fue exclusiva de Colombia y se presentó en la mayoría de países desarrollados y emergentes, llevando en casi todos los casos

a aumentos considerables de la inflación hasta mediados del año pasado. En las economías latinoamericanas los aumentos se prolongaron hasta finales de año, lo que hizo que en la mayoría de ellas las metas se perdieran (Cuadro 3).

Cuadro 3  
Metas de inflación en varias economías

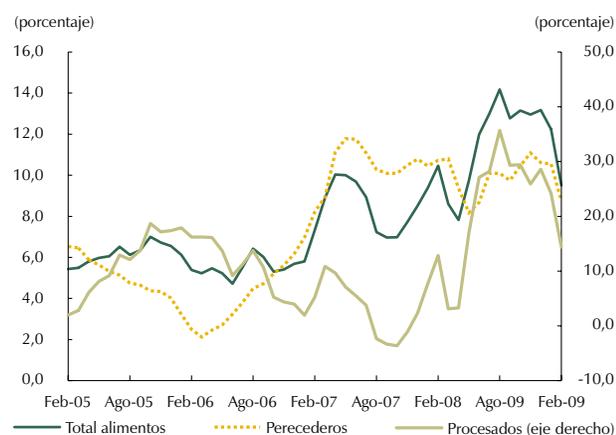
Muestra de países	Rango meta 2008	2006	2007	2008	Inflación de alimentos (2008)
Chile	3,0 (+/- 1,0)	2,6	7,8	7,1	14,7
Brasil	4,5 (+/- 2,0)	2,8	4,5	5,9	11,1
México	3,0 (+/- 1,0)	4,1	3,8	6,5	10,2
Colombia	4,0 (+/- 0,5)	4,5	5,7	7,7	13,2
Perú	2,0 (+/- 1,0)	1,1	3,9	6,7	9,7
Estados Unidos		2,5	4,1	0,1	5,9
Europa	0-2 <sup>a/</sup>	1,9	3,1	1,6	3,2
Inglaterra	2,0	3,0	2,1	3,1	10,4
Canadá	(2,0)+/- 1,0	1,7	2,4	1,2	7,3
Nueva Zelanda	(2,0)+/- 1,0	3,0	3,2	3,4	9,4
China		2,8	6,5	1,2 <sup>b/</sup>	5,9 <sup>b/</sup>
Rusia		9,0	11,9	13,3	16,0
Indonesia		6,6	4,9	11,6	16,4

a/ Europa no tiene esquema de inflación objetivo, pero si plantean un rango aceptable para la inflación de largo plazo.

b/ Datos a noviembre.

Fuentes: Bloomberg y Datastream.

Gráfico 22  
Inflación anual de alimentos

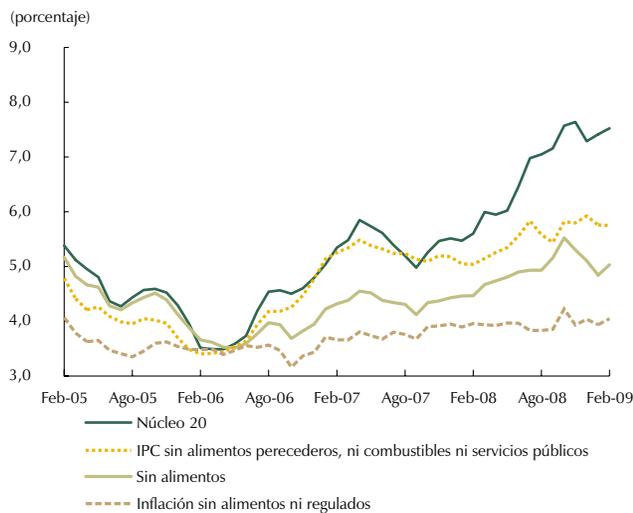


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En Colombia la mayor parte de la aceleración de la inflación anual se explicó por las fuertes alzas en los precios de los alimentos, grupo que registró un incremento anual a finales de año de 13,1%, el más alto de la década (Gráfico 22). Como en muchos otros países, el auge en los precios de los alimentos estuvo asociado principalmente con el incremento en las cotizaciones internacionales de petróleo y sus sustitutos, y con los efectos que esto tuvo sobre los precios internacionales de otros productos básicos de origen agrícola (cereales, oleaginosas y azúcar, entre otros) y en los costos de transporte y de producción. Este efecto de la inflación internacional de alimentos se trasladó en buena parte a Colombia.

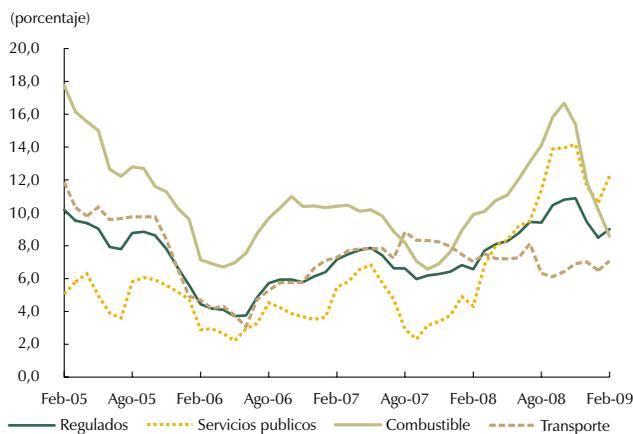
Las caídas de los precios internacionales hacia finales de año no alcanzaron a transmitirse a los precios internos de los alimentos, lo cual pudo obedecer a la depreciación del peso en esos meses, a que algunos de ellos no son totalmente transables, aunque también a que otros costos como los del transporte, permanecieron altos. Así mismo, el precio de los bienes no transables se vio afectado por variables como el clima (el exceso de lluvias). Los paros de transporte de carga y del sector azucarero también pudieron haber frenado los descensos de precios, especialmente en el caso de los alimentos perecederos (Gráfico 23).

Gráfico 23  
Indicadores de inflación básica anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 24  
Inflación anual de regulados y por componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La aceleración de la inflación al consumidor en 2008 también se explicó en general por el comportamiento de otros indicadores de inflación básica. La inflación sin alimentos aumentó lentamente y sin interrupción a lo largo del año, disminuyendo un poco en noviembre y diciembre. Para este último mes el resultado (5,1%) superó el techo del rango meta, algo que no había sucedido en el transcurso de la década. Los otros dos indicadores de inflación básica (núcleo 20 e IPC sin alimentos primarios ni regulados) presentaron incrementos fuertes que incluso superaron a la inflación sin alimentos. El promedio de los tres indicadores pasó de 5,0% a finales de 2007 a 6,1% en diciembre de 2008. Un cuarto indicador, el IPC sin alimentos ni regulados se mantuvo estable alrededor de 4% (Gráfico 23).

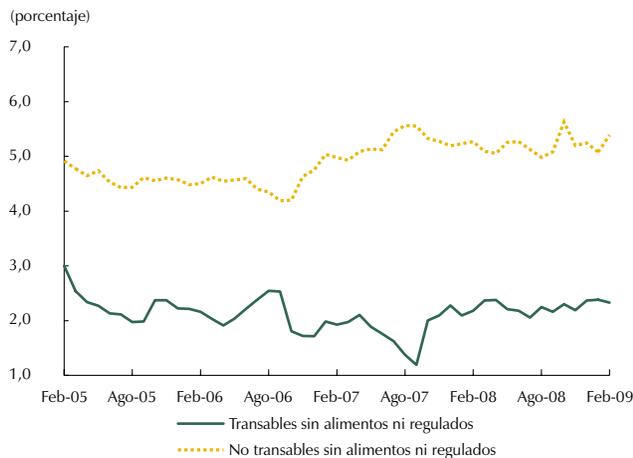
Dentro del IPC sin alimentos el componente que más contribuyó a acelerar la inflación en 2008 por encima de las metas fue el de regulados. Este agregado, que comprende los precios de los servicios públicos, de la gasolina y del transporte público terminó el año en 9,4% frente a 6,4% en diciembre del año anterior (Gráfico 24).

Al igual que en alimentos, en este caso las principales presiones alcistas tuvieron su origen en los altos precios internacionales del petróleo, los cuales se transmitieron gradualmente al precio de la gasolina, del transporte y del gas. Pero, además, se registraron alzas importantes en otros servicios públicos como respuesta a la aceleración de la inflación al consumidor y al productor, los cuales se transmitieron a las tarifas mediante la activación de los mecanismos de indexación contemplados en las fórmulas de regulación.

Hacia finales de año la variación anual de regulados cedió un poco gracias a que se frenaron las alzas en la gasolina y se observó alguna reducción en el gas domiciliario, por la destorcida de los precios internacionales.

Por su parte, los grupos de transables y no transables sin alimentos ni regulados terminaron el año con variaciones anuales similares a las observadas a finales de 2007. Los incrementos anuales de este último grupo se mantuvieron a lo largo del año por encima del techo del rango meta, fluctuando alrededor de 5,2%, pese al debilitamiento de la demanda y a las acciones de política. Las altas expectativas y la persistencia de la inflación, en parte por la permanencia de mecanismos de indexación, son factores que pueden explicar esta tendencia. Con respecto a los transables sin alimentos ni regulados, su variación anual osciló entre 2,0% y 2,5%

Gráfico 25  
Inflación anual de transables y no transables  
sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

a lo largo del año, y no se vio afectada claramente por la apreciación del tipo de cambio en el primer semestre ni por la depreciación a partir de septiembre (Gráfico 25).

Si bien ambos grupos no contribuyeron a acelerar la inflación, tampoco hicieron posible acomodar los aumentos en precios relativos de alimentos y regulados producidos por los choques exógenos. En un contexto de mayor flexibilidad de precios a la baja, con menores expectativas de inflación y una mayor credibilidad en las metas de largo plazo hubiera sido posible observar una reducción en las variaciones anuales de transables y/o no transables sin alimentos ni regulados.

## 2. Perspectivas de la inflación en 2009

El año 2009 comenzó con una importante reducción de la inflación anual al consumidor; en enero, la cifra fue de 7,2% y en febrero de 6,5% (Gráfico 21). La caída se dio principalmente por los menores ajustes en los precios de los alimentos y de los regulados; en este último caso la estabilización del precio de la gasolina ha ayudado un poco. El indicador de no transables sin alimentos ni regulados que había presentado una pequeña disminución en enero volvió a acelerarse en febrero, situándose en 5,4%, mientras que la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados se mantuvo relativamente estable en los bajos niveles observados a finales de 2008 (Gráfico 25).

Las condiciones externas e internas favorecen un descenso adicional de la inflación al consumidor para el resto de 2009. La fuerte caída que en los últimos seis meses han registrado los precios internacionales de la energía y las materias primas eliminó una de las principales causas de las presiones inflacionarias del pasado reciente. Adicionalmente, la profunda desaceleración que registra la demanda mundial, y que probablemente se mantendrá a lo largo de 2009, también permite prever una caída de los precios de las manufacturas y bienes de capital importados por Colombia. Estas menores presiones tenderán a trasladarse a los precios internos a lo largo del año, aportando un componente decisivo a la reducción de la inflación interna.

El efecto principal de los menores precios internacionales deberá sentirse en mayor medida sobre los precios de los alimentos importados o que dependen de materias primas importadas y en los del grupo de transables sin alimentos ni regulados. Pero también en los precios de los regulados se espera una ayuda importante, principalmente en la gasolina y el gas domiciliario para los cuales no se anticipan alzas significativas en lo que resta del año a diferencia de lo que aconteció el año pasado. Una excepción sería el precio de la energía, el cual podría continuar registrando aumentos.

*En los dos primeros meses del año la inflación anual ha caído de manera significativa y a febrero fue 6,5%.*

*Según los modelos del Banco, la inflación estará dentro del rango meta a mediados de año, siendo muy probable que se mantenga así hasta finales de 2009.*

El menor dinamismo del gasto que se espera para 2009 también deberá desestimular alzas excesivas en precios, especialmente de aquellos más sensibles a la demanda (como los no transables). Sin embargo, también los precios de los alimentos y de los transables podrían resultar afectados, tal y como sucedió a finales de los años noventa.

Un indicador de las presiones de demanda es el grado de utilización de la capacidad instalada. Éste ha venido disminuyendo desde mediados del año pasado en sectores como la industria, no sólo por el menor dinamismo del gasto sino también porque la capacidad productiva se amplió de manera importante gracias al gran esfuerzo de inversión realizado en los últimos años. El equipo técnico del Banco considera que los excesos de capacidad productiva se han ampliado recientemente para la economía en su conjunto, a niveles que no se observaban desde 2004, y que es muy probable que esta situación continúe a lo largo del presente año.

Además de los alimentos importados, los de origen primario también pueden contribuir a la reducción de la inflación en 2009 por causas internas. Sus precios relativos aumentaron sustancialmente en 2007 y 2008, y esto puede contribuir a estimular la oferta durante el 2009, especialmente si los costos de insumos agrícolas y del transporte no suben mucho, como cabe esperar.

Todo lo anterior permite confiar en una rápida reducción de la inflación anual en 2009, sobretodo en los dos primeros trimestres del año. Los modelos del Banco indican que la inflación deberá estar dentro del rango meta establecido por la JDBR (entre 4,5% y 5,5%) a mediados de año, siendo altamente probable que se mantenga en dicho intervalo hasta diciembre. Con la reducción de la inflación también puede esperarse una rápida disminución de las expectativas.

Existen algunos riesgos que podrían retrasar la caída de la inflación al consumidor. En primer lugar, una depreciación del tipo de cambio que la sitúa en niveles muy superiores a los observados en diciembre y enero. Un fenómeno como este podría frenar parcialmente la transmisión de las caídas de precios internacionales a los precios internos.

En segundo lugar, si bien a febrero las expectativas de inflación han disminuido, algunos indicadores se mantienen en niveles superiores al punto medio del rango meta anunciado por la JDBR.

De otro lado, el aumento autorizado para el salario mínimo (7,7%) fue significativamente mayor que la meta de inflación. Esto puede presionar costos a comienzos de año.

Un cuarto riesgo proviene de los reajustes que podrían observarse en los precios de la energía eléctrica dado el aumento de los costos de producción asociado con la mayor participación que está ganando la energía térmica frente a la hidráulica. Aunque este servicio sólo pesa un 3% en la canasta, los reajustes pueden ser mayores que los observados en 2008 (18,4%).

*Sin embargo, existen riesgos al alza de la inflación como la depreciación, las expectativas de incrementos de precios, el aumento del salario mínimo, los precios de la energía eléctrica, y el clima.*

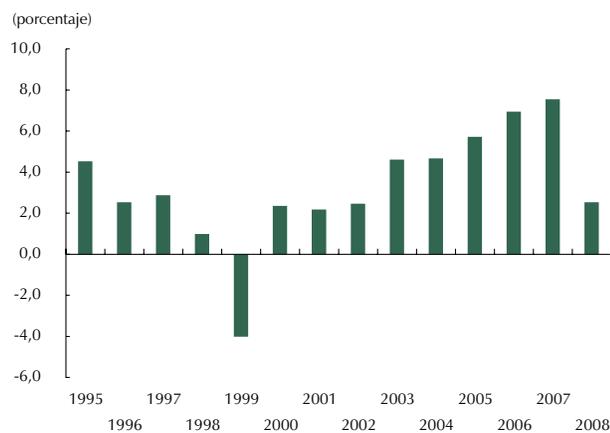
La producción de alimentos primarios podría verse disminuida por la presencia del fenómeno de La Niña y las abundantes lluvias que usualmente lo acompañan.

Finalmente, a partir de este año el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) amplió la canasta del IPC, actualizando las ponderaciones que se asignan a los diferentes ítems. Aunque hubo algunos cambios significativos como una pérdida en el peso de los alimentos y los servicios de salud, así como un aumento en el de servicios públicos, no se espera que ello conduzca a modificaciones de importancia en el comportamiento de la inflación en 2009.

## B. ACTIVIDAD ECONÓMICA

### 1. Actividad económica en 2008

Gráfico 26  
Crecimiento real anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

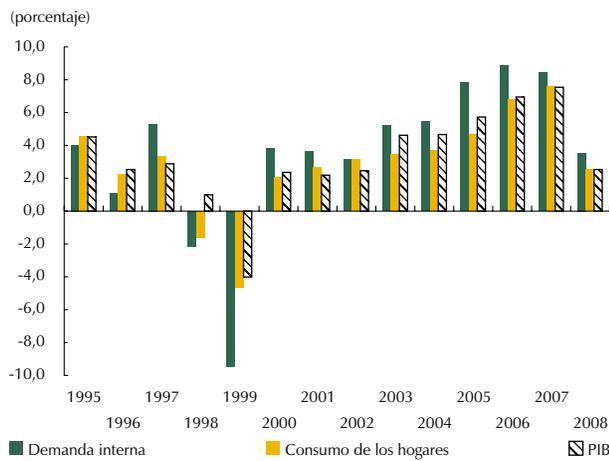
Después de seis años consecutivos de aceleración en el crecimiento anual de la actividad económica, en 2008 la expansión anual del PIB fue 2,5%, cifra menor en 5 pp a la registrada un año atrás y por debajo de lo previsto en el informe al Congreso anterior (Gráfico 26). Esta desaceleración en el crecimiento se produjo por varios factores, entre los cuales se encuentran: i) el recrudescimiento de la crisis financiera internacional, especialmente hacia finales de año, el cual tuvo un efecto negativo sobre la confianza de consumidores y empresarios y sobre el ingreso nacional por las caídas de los precios de los bienes básicos exportados junto con un debilitamiento de las remesas; ii) el debilitamiento de la demanda agregada asociado con el aumento de las tasas de interés y con una drástica caída de las exportaciones de vehículos a Venezuela;

iii) el aumento de la inflación más allá de lo proyectado, lo cual castigó el poder adquisitivo de los hogares, afectando el consumo, y los costos de producción, golpeando negativamente la oferta agregada; iv) la reducción de la inversión y del gasto público a nivel local, fenómeno que también restó dinamismo a la demanda interna, y v) en el segundo semestre, especialmente, se presentaron diversos paros y huelgas, difíciles de prever, que también disminuyeron el crecimiento, aunque de manera transitoria.

#### a. Demanda interna

En 2008 el crecimiento real anual de la demanda interna fue 3,5%, desacelerándose de manera significativa frente a 2007 cuando creció 8,5%. Sin embargo, esta variable mantuvo un ritmo de expansión superior al del PIB total (Gráfico 27). Así mismo, si se excluye la demanda del sector público (consumo público e inversión en obras civiles como una aproximación de la inversión pública) la expansión de

Gráfico 27  
Crecimiento real anual del PIB, de la demanda interna y del consumo de los hogares



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

la demanda interna restante fue 4,8% en todo el año y 5,7% durante los primeros tres trimestres. Esto sugiere que la demanda privada, más directamente afectada por la política monetaria, experimentó una desaceleración suave antes de que se sintieran los mayores efectos de la crisis externa.

El consumo de los hogares fue el agregado que mayor desaceleración mostró en el año. Esta dinámica estuvo asociada con el deterioro de la confianza de los consumidores, fenómeno observado en el mundo entero, y con el aumento de los precios de los alimentos y de combustibles, que afectó de manera negativa el ingreso disponible de las familias. También, en parte, la desaceleración del consumo obedeció al incremento de las tasas de interés que encarecieron el acceso al crédito, disminuyendo la disponibilidad de recursos

por parte de los hogares. Las anteriores razones explican que el consumo de bienes durables fuera el que más se viera afectado y pasara de crecer 12,9% en 2007 a -3,9% en 2008 (Cuadro 4).

Cuadro 4  
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto (porcentaje)

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Consumo final</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>2,3</b>
<b>Hogares</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>2,5</b>
Bienes no durables	3,0	2,7	5,3	6,7	1,5
Bienes semidurables	3,6	5,5	3,5	8,9	2,1
Servicios	3,2	4,6	6,9	7,0	4,1
Bienes durables	14,7	17,2	17,8	12,9	(3,9)
<b>Gobierno</b>	<b>4,6</b>	<b>6,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>1,3</b>
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>13,0</b>	<b>19,9</b>	<b>19,1</b>	<b>13,7</b>	<b>7,7</b>
Formación bruta de capital fijo	13,7	21,2	17,2	15,2	3,6
Obras civiles	0,8	20,7	16,7	21,5	(7,1)
<b>Demanda interna</b>	<b>5,5</b>	<b>7,8</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>3,5</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>10,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,0</b>	<b>11,4</b>	<b>8,1</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>13,0</b>	<b>17,0</b>	<b>16,2</b>	<b>13,9</b>	<b>10,1</b>
<b>Producto interno bruto</b>	<b>4,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,5</b>	<b>2,5</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Las cifras trimestrales muestran que el pico de crecimiento anual en el consumo de los hogares se presentó en el primer trimestre de 2007 (9,6%); y a partir de entonces continuó creciendo a un ritmo más moderado, aunque aún elevado. Sin

*En 2008 la inversión continuó creciendo por encima del PIB total, debido principalmente a la inversión privada.*

embargo, a inicios de 2008 comenzó a observarse una desaceleración significativa en este rubro al pasar de crecer 6,8% al final de 2007 a 4,2% en el primer trimestre de 2008. Esta tendencia continuó acentuándose durante el transcurso del año, y al finalizar 2008 el crecimiento anual del consumo de los hogares fue de sólo 1,7%.

El consumo del sector público también mostró un debilitamiento en 2008 con respecto a 2007, creciendo a una tasa de 1,3%, inferior a la del PIB total. Este comportamiento se relaciona con el cambio de los gobiernos territoriales a principios de 2008, los cuales normalmente durante el primer año de mandato no ejecutan el presupuesto completamente, debido a que es un año de planificación (Cuadro 4).

Por el lado de la inversión (formación bruta de capital-FBC), aunque la expansión de 2008 (7,7%) fue menor que la de 2007 (13,7%), siguió superando la del PIB total y la de la demanda interna. El buen desempeño de la FBC total se debe a la inversión privada, ya que la pública (asociada con la inversión en obras civiles), cayó 7,1% en 2008. Al igual que con el consumo público, esto obedeció al rezago en el gasto de las administraciones locales. Cabe señalar que en el último trimestre de 2008 la inversión privada también aportó negativamente al crecimiento de la FBC, en especial la inversión destinada a construcción y edificaciones, la cual se contrajo en 1,0% (Cuadro 4).

#### **b. Demanda externa**

En 2008 las cifras muestran una desaceleración de las exportaciones reales, las cuales pasaron de crecer 11,4% en 2007 a 8,1% en 2008, según lo publicado por el DANE. Esto obedeció, principalmente, a caídas en los volúmenes exportados de café y carbón, como también a menores exportaciones no tradicionales (tabaco, minerales no metálicos, textiles y material de transporte) dirigidas a los Estados Unidos y Venezuela. Las importaciones, por su parte, también se desaceleraron, pero en menor medida que las exportaciones (Cuadro 4). Así, la demanda externa neta hizo un aporte negativo al crecimiento de -1,4 pp y el déficit comercial en pesos aumento de 10% en 2007 a 11,1% del PIB .

Las cifras en dólares de la balanza de pagos arrojaron un resultado similar al que presentan las cifras reales. Las exportaciones totales en dólares aumentaron 26%, de las cuales las tradicionales lo hicieron a una tasa de 40,8% anual y las no tradicionales 8,5%. Las importaciones por su parte aumentaron 20,3%, impulsadas, especialmente, por los bienes intermedios y de capital (véase literal E de este capítulo).

*La demanda externa neta, en 2008 aportó negativamente al crecimiento en 1,4 puntos porcentuales.*

#### **c. Crecimiento de la oferta**

La reducción en el ritmo de crecimiento durante 2008 se observó en casi todos los sectores, y en especial en la industria, comercio, transporte y construcción. Cabe mencionar que estas ramas representan cerca del 40% del PIB (Cuadro 5).

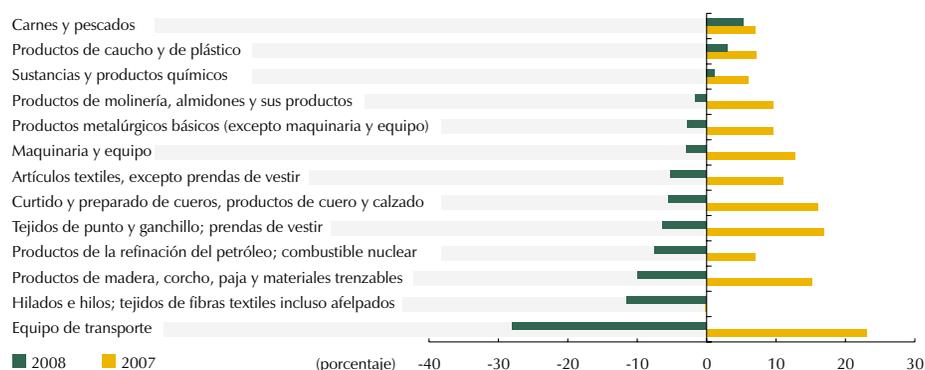
Cuadro 5  
Crecimiento real anual del PIB sectorial  
(porcentaje)

	2004	2005	2006	2007	2008
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,8	2,4	3,9	3,9	2,7
Explotación de minas y canteras	(0,9)	1,7	3,2	2,9	7,3
Industria manufacturera	5,3	5,4	6,8	9,5	(2,0)
Electricidad, gas y agua	2,9	3,0	3,1	3,7	1,2
Construcción	13,4	12,8	13,5	11,5	2,8
Edificaciones	32,2	4,7	11,8	1,1	18,7
Obras civiles	0,9	19,7	14,8	19,1	(7,1)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6,0	7,3	8,7	8,7	1,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,0	8,7	9,2	11,0	4,0
Estab. finan, segur; inmueb. y serv. a las empresas	3,9	5,5	6,7	7,3	5,6
Servicios sociales, comunales y personales	3,6	4,6	4,7	4,7	2,1
Subtotal valor agregado	4,3	5,5	6,5	7,2	2,5
Impuestos menos subsidios	8,9	8,0	11,6	11,5	3,3
<b>PIB</b>	<b>4,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,5</b>	<b>2,5</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los sectores de la actividad industrial que más se vieron afectados durante 2008 fueron principalmente el de vehículos, refinación de petróleo y confecciones (Gráfico 28). Con respecto a la construcción, su dinamismo en 2008 fue mixto; por una parte, la construcción de edificaciones creció 18,7%, cifra muy superior a la de un año atrás, a pesar de la caída en el último trimestre; y por otra la construcción de obras civiles cayó 7,1% frente a un aumento de 19,1% en 2007 (Cuadro 5). Para el caso de las edificaciones la expansión pudo tener que ver con la terminación de las obras iniciadas en 2007, más que con la ejecución de mayores obras en 2008. Esto

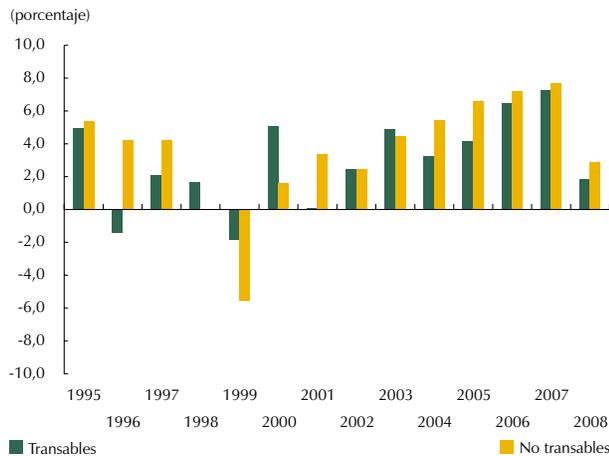
Gráfico 28  
Principales subsectores de la industria manufacturera  
(Variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

explicaría la caída en la producción de materias primas industriales para el sector como cemento y hierro. Así mismo, se correspondería con la caída en las licencias de construcción observada en el último año.

Gráfico 29  
Crecimiento real del PIB de transables y no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La disminución en el crecimiento del PIB en 2008 se presentó tanto en los sectores transables, como en los no transables (Gráfico 29). Para el caso de los transables la desaceleración fue de 5,1 pp al pasar de crecer 7,3% en 2007 a 1,8% en 2008. Sin embargo, en este grupo sobresalió el buen comportamiento del sector de minas y canteras, que creció 7,3% en el año.

Con respecto a los no transables, el crecimiento fue de 2,9% inferior en 4,8 pp al presentado un año atrás. Esta desaceleración se dio principalmente por los resultados de los sectores de comercio y construcción. Los servicios del gobierno crecieron 1,5% frente a 5,3% un año atrás.

Para 2009 el crecimiento colombiano continuará afectado por las difíciles condiciones externas y por lo tanto se espera que sea menor que el observado en 2008. Sin embargo, se estima que existen condiciones para que el crecimiento sea positivo en el año completo.

En primer lugar, el sector público (tanto el de administraciones locales como el nacional) tendría la capacidad de impulsar la economía a través de los diversos proyectos de inversión ya anunciados. En segundo lugar, el sistema financiero colombiano sigue siendo sólido y ha continuado otorgando crédito, a diferencia de lo que ha sucedido en otros países.

Finalmente, el cambio en la postura de la política monetaria iniciada en octubre de 2008 con la reducción de encajes y los posteriores descensos en las tasas de interés, estimularán el gasto y contribuirán a la reactivación de la economía. Estas reducciones ya se empezaron a transmitir rápidamente a las tasas de interés de mercado, especialmente a las de crédito comercial. Si el canal de crédito continúa funcionando, ello permitirá tener mayor confianza en la efectividad de esta política.

### C. TENDENCIAS RECIENTES DEL MERCADO LABORAL

Durante 2008 las cifras del mercado laboral mostraron una desaceleración gradual en el ritmo de creación de empleo, que derivó en una contracción del total de los ocupados al finalizar el año. La generación de empleo se concentró en el segmento no asalariado; el asalariado cayó durante todo el año. Este fenómeno estuvo asociado en parte con el debilitamiento de la actividad económica, pero también es resultado de varios factores estructurales, como se menciona más adelante. La caída en la demanda laboral en el último trimestre se reflejó en un retroceso de las tasas de ocupación que condujo a incrementos anuales de las tasas de desempleo en todo

Gráfico 30  
Creación de empleo  
total nacional-promedio móvil de orden 3  
(variación anual de datos mensuales)

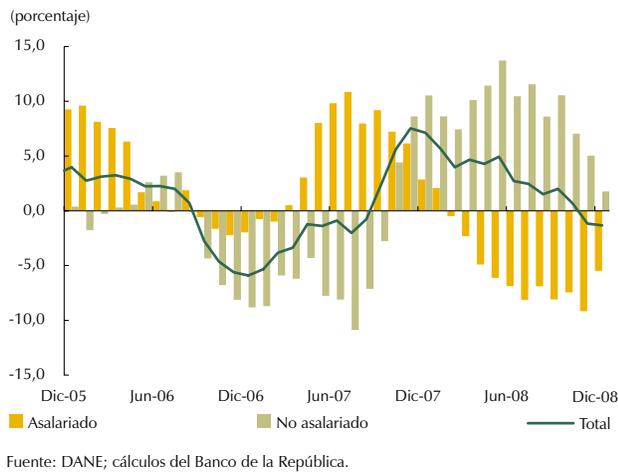
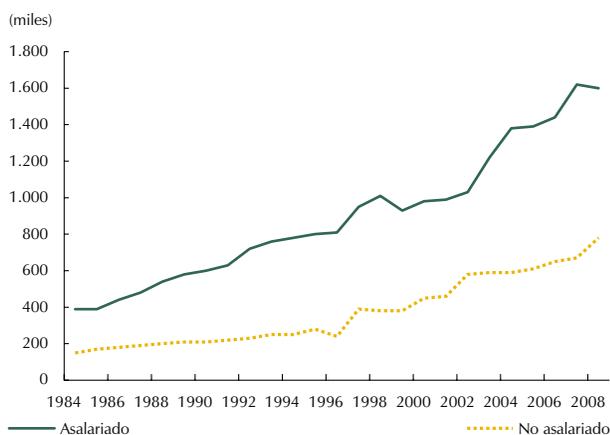


Gráfico 31

A. Ocupados con educación superior



B. Ocupados sin educación superior



el país en dicho periodo. A continuación se examinan dichas tendencias a partir de la evolución reciente de los principales indicadores laborales del DANE y de otras fuentes de información disponibles.

Según las cifras de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del DANE, en todo 2008 los ocupados crecieron a una tasa anual de 2,0% y 2,9% a nivel nacional y de las trece principales ciudades, respectivamente. Esto significó que, en todo el año, se incrementaron en 336.000 y 240.000 los puestos de trabajo demandados por el aparato productivo de la economía, para el total nacional y las principales zonas urbanas, en su orden. Sin embargo, cuando se examinan únicamente las cifras del último trimestre de 2008, los ocupados sólo aumentaron 0,4% para las trece ciudades, y disminuyeron 1,3% para el total nacional, con respecto al mismo periodo del año anterior. En el caso del empleo asalariado —obreros y empleados privados y del Gobierno—, su número cayó durante 2008 a tasas anuales de 5,7% y 4,7% a nivel nacional y de las trece principales áreas urbanas, respectivamente. Esto se tradujo en una destrucción de 435.000 y 218.000 plazas de trabajo asalariadas anuales para cada uno de los dominios mencionados (Gráfico 30).

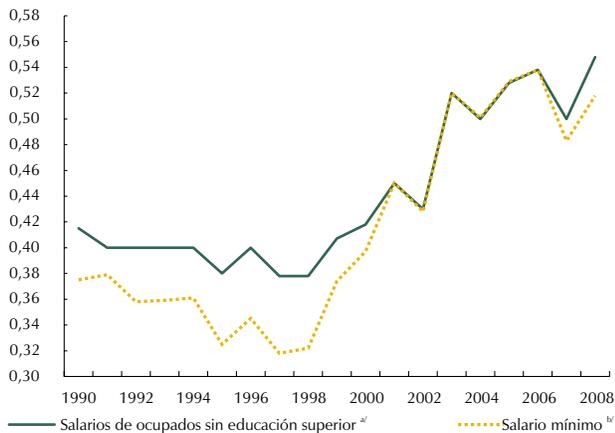
La contracción del empleo asalariado se acentuó para quienes carecen de educación superior. Para ellos, los puestos de trabajo asalariados disponibles, de carácter formal, se redujeron bruscamente —cayeron al segundo trimestre de 2008 a una tasa anual de 10,3%—, al punto que en 2008 volvieron a registrar niveles similares a los de 2004. En cambio, el empleo asalariado con educación superior sólo se resintió levemente, pues al mismo trimestre mostró una caída anual de 1,8% (Gráfico 31).

Al examinar el total de los ocupados con educación superior (asalariados y no asalariados), se aprecia una recomposición hacia el empleo no asalariado (Gráfico 31, panel A). Esto no necesariamente implica un deterioro de los ingresos laborales, pues los ocupados no asalariados con educación superior son remunerados de manera similar a los asalariados<sup>39</sup>. Un fenómeno semejante se observa en el total de los ocupados sin

39 Hugo López. “La desaceleración económica y el mercado laboral colombiano”. Documento interno de trabajo, Banco de la República, 2009.

educación superior, pero en este caso el mayor crecimiento de los no asalariados, grupo núcleo del empleo informal, se traduce en un incremento de la informalidad y la precariedad de las condiciones laborales (Gráfico 31, panel B).

Gráfico 32  
Salarios relativos con respecto a los ocupados con educación superior (relación de índices)



a/ Mediana salarios de los ocupados sin educación superior / Mediana salarios de los ocupados con educación superior.  
b/ Salario mínimo / Mediana salarios de los ocupados con educación superior.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

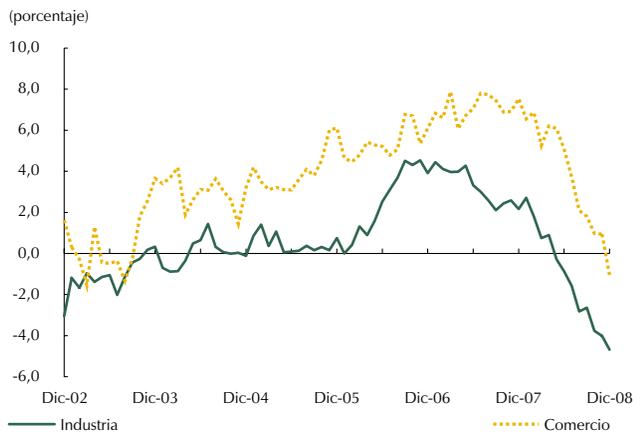
Aunque la contracción registrada por el empleo asalariado sin educación superior en 2008 estuvo asociada en parte con el debilitamiento reciente de la actividad económica, dos factores estructurales, de largo plazo, han colaborado a acentuar dicho fenómeno. En primer lugar, la caída que ha experimentado el precio real del uso del capital en lo corrido de esta década<sup>40</sup>, profundizada en el primer semestre de 2008 por la marcada apreciación del peso frente al dólar, ha acelerado la sustitución de mano de obra no calificada por bienes de capital. Y en segundo lugar, tanto el salario mínimo real como la mediana salarial de los asalariados no calificados en términos reales han crecido más rápidamente frente a los ingresos laborales reales de las personas con algún grado de estudio superior (Gráfico 32), lo que volvió relativamente menos atractiva la mano de obra no calificada.

Por ende, el incremento de los ocupados totales en 2008 mostrado por las cifras globales se basó únicamente en el empleo no asalariado, especialmente en el cuenta propia. El total del empleo no asalariado creció en 2008 a tasas anuales de 8,2% y 12,3% a nivel nacional y de trece principales ciudades, respectivamente, aunque para el cuarto trimestre también perdió impulso, pues creció solamente 1,8% y 5,9% con respecto al mismo periodo del año anterior para cada uno de los dominios mencionados. Cabe decir que el comportamiento mostrado por este segmento el año anterior pudo estar afectado por los cambios metodológicos producidos a partir de la introducción de la GEIH en 2007. A raíz de ello, las variaciones anuales registradas de dicho tipo de empleo pueden estar sobreestimadas.

Las cifras provenientes de las encuestas sectoriales confirman el deterioro de la demanda laboral durante todo 2008, así como la caída del empleo a finales de año. En el caso de la industria, el empleo se contrajo a noviembre a una tasa anual de 4,1%, mayor que la reportada en los meses anteriores, completando así siete meses de caídas anuales consecutivas. En este sector el empleo temporal fue el que resultó más afectado, aunque en el último trimestre del año el permanente también empezó a decrecer. En el comercio, el ritmo de creación de empleo también se frenó a finales de año: en noviembre creció a una tasa de -0,2% anual, mientras que en el tercer

40 Eafit. "El costo de uso del capital y la inversión en Colombia 1990-2007", Grupo de coyuntura económica, 2007.

Gráfico 33  
Empleo en la industria y comercio  
(variación porcentual anual de datos mensuales)



Fuente: DANE (MMM-MMCM).

trimestre lo hacía, en promedio, al 2,1% (Gráfico 33). En este último sector la caída se concentró en los trabajadores permanentes.

A pesar de la debilidad mostrada por las cifras de empleo de la GEIH y de las encuestas sectoriales, los indicadores de protección social siguieron reportando crecimientos significativos de los afiliados a la seguridad social, aunque de menor magnitud en el segundo semestre de 2008 con respecto al primero (Cuadro 6). Cabe decir que estas últimas cifras pueden presentar distorsiones, dados los nuevos mecanismos de recolección de información (PILA) y los mayores incentivos para afiliarse al sistema de seguridad social.

Cuadro 6  
Indicadores de seguridad social en el total nacional

Subsistemas	2007	2008	Fechas de corte	Variación absoluta 2007-2008	Variación porcentual 2007-2008	Variación porcentual tres meses atrás
Trabajadores afiliados-cajas compensación	5.371.618	5.716.832	Noviembre	345.214	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>
Afiliados-ARP	5.930.285	6.148.177	Agosto	217.892	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>
Cotizantes activos a pensiones (ISS + AFP)	5.281.063	5.807.659	Octubre	526.596	<b>10,0</b>	<b>3,4</b>
Cotizantes al régimen de pensiones ISS	1.815.504	1.879.936	Octubre	64.432	<b>3,5</b>	<b>(1,6)</b>
Cotizantes a fondos de pensiones obligatorias	3.465.559	3.927.723	Octubre	462.164	<b>13,3</b>	<b>6,1</b>
Afiliados a pensiones voluntarias	495.130	525.056	Noviembre	29.926	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>

Fuentes: Ministerio de la Protección Social, con datos de ISS, Superfinanciera y la Superintendencia del Subsidio Familiar.

Así las cosas, el debilitamiento gradual de la demanda laboral reflejado en las anteriores tendencias, derivó en caídas anuales de las tasas de ocupación en todos los dominios de la GEIH para el cuarto trimestre de 2008. Estos descensos son más fuertes que las caídas registradas por la oferta de trabajo (medida por la tasa global de participación, [TGP]) para cada uno de los distintos segmentos de la encuesta en el mismo periodo, lo que ocasionó un incremento anual de las tasas de desempleo de todo el país a finales de año, de manera más pronunciada en las principales zonas urbanas. Las tasas de desempleo del último trimestre de 2008 se ubicaron en 10,5% y 10,7% para el total nacional y las trece principales ciudades, respectivamente, indicando aumentos de 0,7 pp y 1,0 pp con respecto al mismo trimestre del año anterior (Cuadro 7). Para todo 2008 dichas tasas se ubicaron en 11,3% y 11,5% en los dominios de la encuesta comentados, señalando en ambos casos un incremento de 0,1 pp con respecto a 2007. Cabe anotar que gracias a que la participación laboral disminuyó levemente, la dinámica negativa de la ocupación no se tradujo en aumentos anuales de la tasa de desempleo de mayor magnitud.

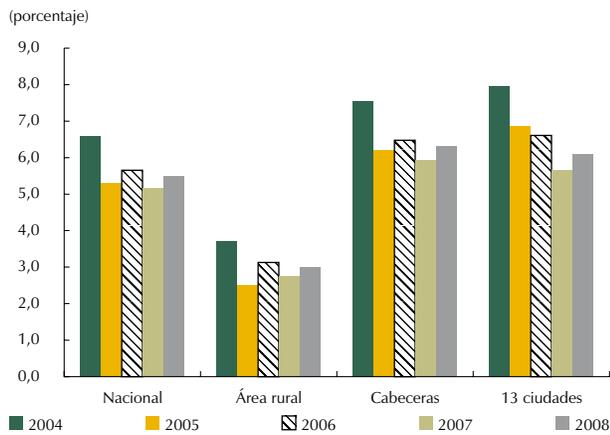
Cuadro 7  
Indicadores del mercado laboral  
Trimestre: octubre-noviembre-diciembre

	2004	2005	2006	2007	2008	Dif. 2007 y 2008		Trimestre móvil anterior, <sup>a/</sup> dif. 2007 y 2008	
						Absoluto	Porcentaje	Absoluto	Porcentaje
Tasa global de participación									
Nacional	61,4	61,3	57,5	59,5	58,2	<b>(1,30)</b>	--	0,54	--
Área rural	58,1	57,3	51,1	54,2	52,3	<b>(1,96)</b>	--	(0,01)	--
Cabeceras	62,5	62,6	59,6	61,2	60,1	<b>(1,12)</b>	--	0,68	--
13 ciudades	63,8	64,1	60,6	62,4	62,2	<b>(0,22)</b>	--	1,12	--
Tasa de ocupación									
Nacional	53,9	55,1	51,0	53,7	52,1	<b>(1,59)</b>	--	0,18	--
Área rural	53,9	53,6	47,1	50,5	48,4	<b>(2,11)</b>	--	(0,67)	--
Cabeceras	53,9	55,6	52,2	54,7	53,2	<b>(1,45)</b>	--	0,43	--
13 Ciudades	55,1	56,3	53,3	56,3	55,5	<b>(0,80)</b>	--	0,66	--
Tasa de desempleo									
Nacional	12,1	10,2	11,4	9,8	10,5	<b>0,72</b>	--	0,52	--
Área rural	7,2	6,3	7,9	6,8	7,4	<b>0,54</b>	--	1,31	--
Cabeceras	13,7	11,3	12,3	10,6	11,4	<b>0,74</b>	--	0,29	--
13 ciudades	13,6	12,0	12,1	9,8	10,7	<b>0,97</b>	--	0,54	--
PEA (miles de personas)									
Nacional	19.387	19.710	18.800	19.790	19.726	<b>(64,13)</b>	(0,3)	505,66	2,6
Área rural	4.602	4.553	4.084	4.361	4.208	<b>(153,76)</b>	(3,5)	26,91	0,7
Cabeceras	14.785	15.158	14.716	15.428	15.518	<b>89,63</b>	0,6	478,76	3,2
13 ciudades	9.229	9.446	9.112	9.564	9.792	<b>228,66</b>	2,4	351,75	3,7
Ocupados (miles de personas)									
Nacional	17.032	17.710	16.665	17.853	17.615	<b>(237,40)</b>	(1,3)	349,20	2,0
Área rural	4.270	4.264	3.761	4.063	3.920	<b>(142,72)</b>	(3,5)	(29,19)	(0,8)
Cabeceras	12.762	13.446	12.904	13.790	13.695	<b>(94,68)</b>	(0,7)	378,39	2,8
13 ciudades	7.978	8.308	8.006	8.629	8.664	<b>35,76</b>	0,4	260,40	3,1
Desocupados (miles de personas)									
Nacional	2.355	2.001	2.135	1.937	2.073	<b>136,00</b>	7,0	156,46	7,5
Área rural	332	289	324	299	311	<b>12,32</b>	401	56,10	17,0
Cabeceras	2.023	1.712	1.812	1.638	1.763	<b>125,04</b>	7,6	100,36	5,7
13 ciudades	1.251	1.138	1.105	935	1.052	<b>117,18</b>	12,5	91,35	8,8

a/ Corresponde a las variaciones anuales absolutas y porcentuales del trimestre julio-agosto-septiembre.  
Fuente: DANE-GEIH; cálculos Banco de la República.

Adicionalmente, las cifras del mercado laboral para los jefes de hogar, el segmento de la población que usualmente tiene condiciones laborales más estables, mostraron en 2008 los mismos patrones de comportamiento de los indicadores del total de la población, aunque con una mayor antelación. Para todo 2008, tanto sus tasas de ocupación como sus TGP registraron caídas, siendo de mayor magnitud las de las primeras, por lo que sus tasas de desempleo también aumentaron en todos los dominios de la encuesta. A nivel nacional, la tasa de desempleo de jefes

Gráfico 34  
Tasa de desempleo de los jefes de hogar  
(promedio anual)



Fuente: DANE.

de hogar se ubicó en 5,5% en 2008 frente a 5,2% en 2007, mientras que en las trece ciudades dicha tasa se ubicó en 6,1% en 2008 frente a 5,7% en 2007. De esta forma, al igual que para la población total, el aumento anual de la tasa de desempleo de los jefes de hogar fue más pronunciado en las trece ciudades principales que en el total nacional (Gráfico 34).

En resumen, durante 2008 los distintos indicadores laborales mostraron un lento crecimiento de la demanda de trabajo con una contracción del empleo, especialmente asalariado, al finalizar el año. No obstante, la reducción de la participación laboral impidió que las alzas en el desempleo fueran mayores. Para 2009 se prevé una dinámica similar o más acentuada de la demanda laboral, y se cuenta con el riesgo adicional de

un incremento de la participación laboral debido al fenómeno conocido como trabajador adicional, esto es, el aumento de la oferta de trabajo por cuenta de la entrada al mercado laboral de los miembros secundarios de los hogares cuando los jefes de hogar comienzan a perder sus puestos de trabajo. Estas dos fuerzas actuarían en la misma dirección, incrementando la probabilidad de mayores alzas en las tasas de desempleo con respecto a 2008.

## D. POLÍTICA MONETARIA Y SECTOR FINANCIERO

### 1. Decisiones de política monetaria en 2008

Las decisiones de política monetaria en 2008 fueron determinadas por tres tipos de eventos. Primero, la persistencia de las presiones inflacionarias, en evidencia desde 2006, originadas en el alto crecimiento de la demanda agregada. Segundo, el efecto del elevado precio internacional del petróleo y de las materias primas, que se tradujeron en presiones de costos, elevaron las expectativas de inflación. Tercero, la incertidumbre sobre la profundidad y duración de la crisis financiera internacional de los países desarrollados y sus posibles efectos sobre las economías emergentes.

En este contexto, en febrero de 2008 la JDBR incrementó la tasa de intervención en 25 pb, ubicándola en 9,75%. A partir de entonces, a pesar de la persistencia de las presiones inflacionarias, la Junta decidió actuar con cautela, puesto que ya se evidenciaba un deterioro del contexto externo sin que se pudiera anticipar de manera clara su intensidad o duración, al tiempo con una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la demanda interna.

Entre marzo y junio de 2008 la Junta decidió mantener inalterada la tasa de interés de referencia. No obstante, en julio la incrementó nuevamente en 25 pb, ante el aumento de varios indicadores de inflación básica, las mayores expectativas

de inflación, y la aceleración de la inflación internacional. Durante los siguientes meses y hasta noviembre, la Junta mantuvo inalterada la tasa de interés de referencia. Posteriormente, entre diciembre de 2008 y marzo de 2009 la redujo en 300 pb situándola en 7%.

La Junta también decidió realizar compras de divisas a través de mecanismos que fueron anunciados previamente al mercado. En particular:

- El 28 de marzo anunció la realización de subastas de opciones *put* para acumulación de reservas por un monto mensual de US\$150 m, con lo cual se podrían completar compras de divisas por un monto total de US\$1.800 m en lo que restaba del año.
- El 20 de junio la Junta decidió reemplazar el esquema de acumulación de reservas anterior por compras mediante subastas competitivas por un monto de US\$20 m diarios.

Con el objeto de evitar desvíos importantes de las tasas de interés de corto plazo en relación con la de política, el Banco decidió complementar la expansión monetaria generada por esas compras de divisas, con mecanismos que ayudaron a compensar el efecto monetario de dichas compras. Por esta razón, en junio decidió modificar el régimen de encaje: se eliminó el encaje marginal y se elevó el encaje ordinario de 8,3% a 11,5% para las cuentas corrientes, las cuentas de ahorro y otros depósitos a la vista, y de 2,5% a 6% para los CDT a partir de septiembre de 2008. Posteriormente, a finales de agosto la Junta decidió activar nuevamente las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) y mantener abierta la ventanilla de contracción a un día, para compensar el efecto expansionista del vencimiento de TES programado para ese mes.

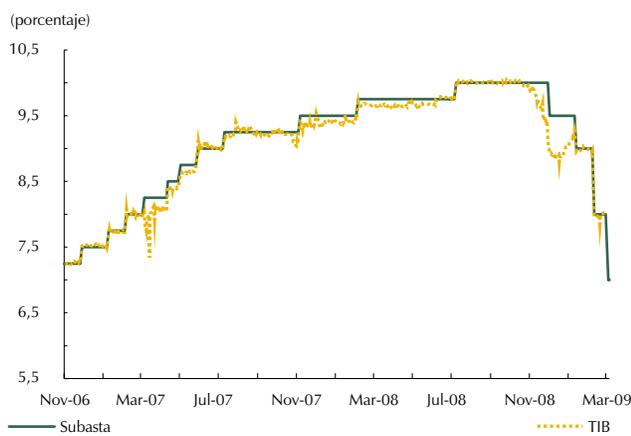
En el segundo semestre, ante la profundización de la crisis financiera internacional, la tasa de cambio comenzó a presentar una marcada volatilidad, acompañada de un aumento importante en su nivel. Esto llevó a la Junta a suspender a partir de octubre el depósito al endeudamiento externo y a autorizar la restitución inmediata sin sujeción a los porcentajes de descuento para los depósitos vigentes. Al mismo tiempo, la Junta suspendió la compra directa de reservas internacionales y cambió la postura de la política monetaria al reducir el encaje bancario promedio, así: el encaje ordinario para las cuentas corrientes, cuentas de ahorro y otros depósitos a la vista desde 11,5% a 11%, y el encaje ordinario para los CDT de 6% a 4,5% a partir de la bisemana que inició el 19 de noviembre de 2008.

Se adoptaron otras medidas con el objeto de facilitar el manejo de la liquidez de fin de año. En particular, se decidió:

- Realizar compras definitivas de TES por un monto de \$500 mm.
- Cerrar temporalmente las subastas de contracción, aunque se mantuvo abierta la ventanilla a un día a la tasa *lombarda* de contracción.

Durante los últimos meses del año, la desaceleración económica mundial se acentuó, lo que trajo como resultado la reducción de los precios internacionales de los principales productos básicos y la disminución de la inflación internacional esperada para 2009. Al mismo tiempo, se acentuó la reducción del crecimiento de la demanda agregada interna, consistente con el debilitamiento de la actividad productiva nacional. Las expectativas de inflación también cayeron; por estas razones, la JDDBR decidió reducir la tasa de interés de política en 50 pb a finales de 2008, en 50 pb adicionales en enero, en 100 pb a finales de febrero, y en 100 pb en marzo de 2009.

Gráfico 35  
Tasa de interés de subasta de expansión del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB), 2006-2009 <sup>a/</sup>



<sup>a/</sup> Las cifras corresponden a datos de días hábiles. El último dato de la tasa de expansión del Banco de la República corresponde al 26 de marzo de 2009 y el de la TIB corresponde al 18 de marzo de 2009.  
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

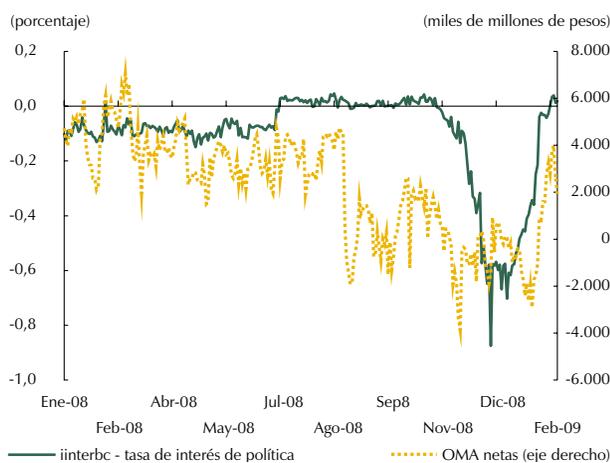
## 2. Comportamiento de las tasas de interés en 2008

### a. Tasas de interés del Banco de la República y de mercado

Como se mencionó, en la primera parte de 2008 el Banco aumentó la tasa de interés de las subastas de expansión en dos oportunidades, febrero y julio, con lo cual, el nivel de la tasa de política alcanzó el 10% en julio de 2008 y allí se mantuvo hasta mediados de diciembre. Se completó así un aumento total de 400 pb desde abril de 2006. Posteriormente, en las sesiones de diciembre de 2008 y de enero, febrero y marzo de 2009, la Junta redujo la tasa de intervención hasta 7% (Gráfico 35).

La transmisión de la tasa de interés del Banco de la República a la tasa de interés interbancaria (TIB) fue muy estrecha entre abril de 2006 y octubre de 2008. En efecto, mientras que la tasa de interés de referencia aumentó 400 pb durante este periodo, la TIB lo hizo en 412 pb. A partir de entonces, la tasa interbancaria se desvió de manera importante de la tasa de interés de referencia del Banco de la República, al ubicarse por debajo de esta última (Gráfico 35). Una de las razones que explican este comportamiento es el hecho de que el Emisor tuviera una posición deudora neta con el sistema financiero. A comienzos de enero de 2009 se habilitaron nuevamente las subastas de DRNCE. Este mecanismo trajo como consecuencia que la TIB volviera a niveles cercanos a la tasa de interés de política hacia finales de ese mes (Gráfico 36).

Gráfico 36  
Diferencia tasa de interés interbancaria y tasa de interés de política y posición acreedora neta del Banco de la República <sup>a/</sup>



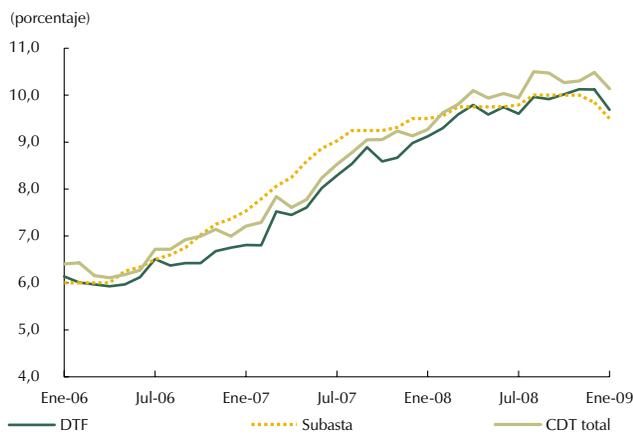
<sup>a/</sup> La posición acreedora neta del Emisor se calcula como la diferencia entre los repos de expansión y los depósitos de contracción no constitutivos de encaje del sistema financiero en el Banco. Si esta diferencia es positiva (negativa), se dice que el Banco es acreedor neto (deudor neto) del sistema financiero.  
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

La transmisión del incremento de la tasa de interés de política entre abril de 2006 y noviembre de 2008 a las tasas de interés pasivas del mercado fue completa

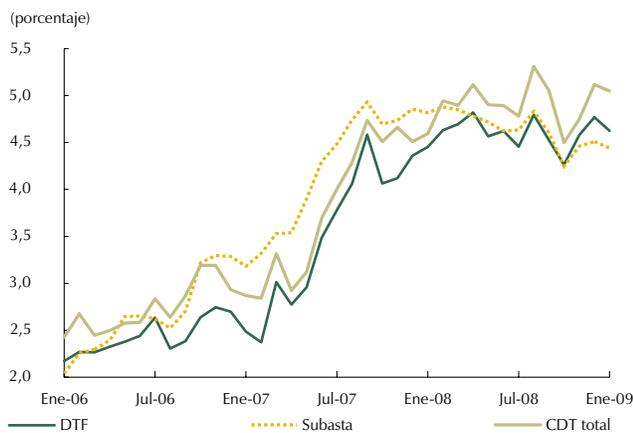
(Gráfico 37). Si bien hubo un periodo en el cual la DTF y la tasa de captación de los CDT se ubicaron por debajo de la tasa de interés de política, hacia finales de 2008 sus niveles sobrepasaron al de la tasa de interés de referencia, resultado consistente con las medidas de aumento del encaje bancario que había tomado la Junta desde 2007.

Gráfico 37  
Tasas de interés pasivas y tasa de interés de las subastas de expansión del Banco de la República

A. Nominales



B. Reales (deflactado con IPC sin alimentos)



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

En particular, la DTF aumentó de 5,9% en abril de 2006 a 9% en diciembre de 2007 y a 10,1% en noviembre de 2008 (420 pb en total). Por su parte, la tasa de captación promedio de CDT se elevó de 6,1% en abril de 2006 a 9,1% en diciembre de 2007 y a 10,3% en noviembre de 2008 (420 pb en total). En diciembre de 2008 la DTF se mantuvo en 10,1%, mientras que la tasa de CDT se elevó a 10,5%. Después de la reducción de 50 pb en la tasa de interés de política hacia finales de diciembre, en enero de 2009 la DTF y la tasa de CDT se redujeron a 9,7% y a 10,1%, respectivamente.

Por su parte, la transmisión de los aumentos en la tasa de interés de referencia entre abril de 2006 y noviembre de 2008 a las tasas de interés activas también fue completa en todas las modalidades de crédito, excepto en el ordinario y el hipotecario. En particular, la tasa de interés de la cartera comercial pasó de 10,5% en abril de 2006 a 15,1% en diciembre de 2007 y a 16,6% en noviembre de 2008 (aumento de 613 pb en total) (Gráfico 38). Al analizar los componentes de esta cartera se observa que los incrementos en las tasas de interés de los créditos de tesorería y preferencial fueron 754 pb y 705 pb, respectivamente, entre abril de 2006 y noviembre de 2008, mientras que la tasa del crédito ordinario apenas aumentó 218 pb en igual periodo.

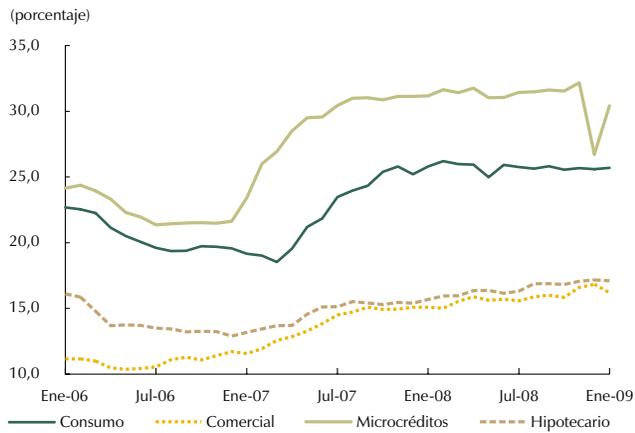
Por su parte, la tasa de interés del crédito de consumo fue 25,7% en noviembre de 2008, con un incremento de 454 pb frente al nivel de abril de 2006. Durante este mismo periodo las tasas de interés de los créditos de vivienda y microcrédito aumentaron 339 pb y 885 pb,

respectivamente, y sus niveles en noviembre de 2008 fueron 17,1% para la cartera hipotecaria y 32,2% para el microcrédito.

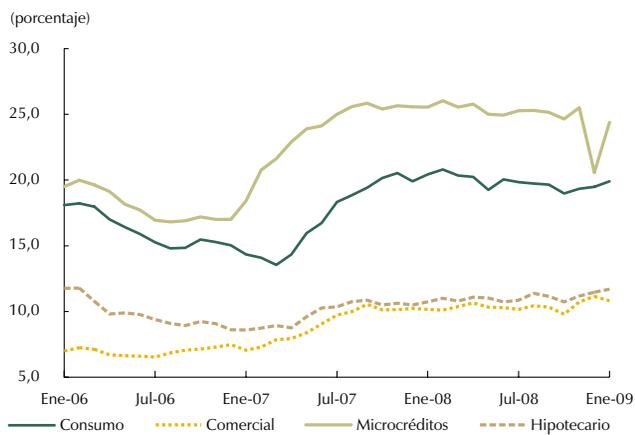
En enero de 2009 las tasas de los créditos comercial, de consumo y de vivienda fueron 16,2%, 25,7% y 17,1%, respectivamente, niveles similares a los observados en noviembre de 2008. Por su parte, la tasa de interés de la cartera de microcrédito se redujo a 30,4% en enero de 2009.

Gráfico 38  
Tasas de interés activas

A. Tasas activas (promedio mensual nominal)

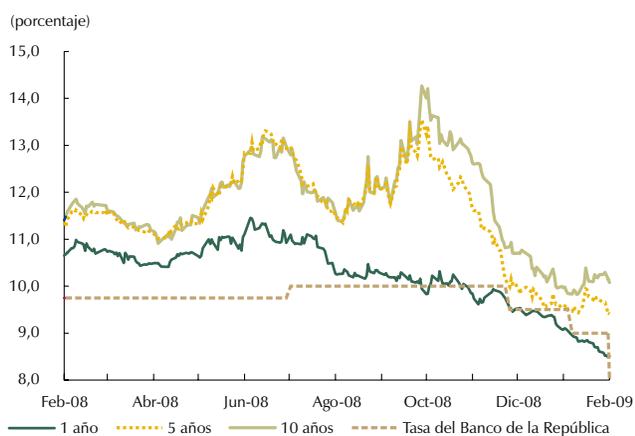


B. Tasas activas (deflactadas por el IPC sin alimentos)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; DANE y Banco de la República.

Gráfico 39  
Curva cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del Banco de la República, enero de 2008 a enero de 2009



Fuentes: Bolsa de Valores de Colombia y Banco de la República.

b. Evolución del mercado de deuda pública local durante 2008

Los primeros diez meses de 2008 fueron un periodo desfavorable para el mercado de deuda pública local. Los TES de mediano y largo plazos mostraron un incremento de sus tasas, lo que significa una desvalorización de sus precios. Así, por ejemplo, el bono con vencimiento en 2020 pasó de una tasa de 10,30% en enero a una de 13,18% al cierre de octubre (Gráfico 39). Los TES de corto plazo presentaron desvalorizaciones hasta finales de julio, para luego comenzar una tendencia de valorización que continuó hasta la fecha.

Las tasas de los TES de mediano y largo plazos estuvieron influenciadas por el deterioro en las expectativas de inflación, luego del importante incremento en los precios y por el aumento en los niveles de aversión al riesgo a nivel internacional.

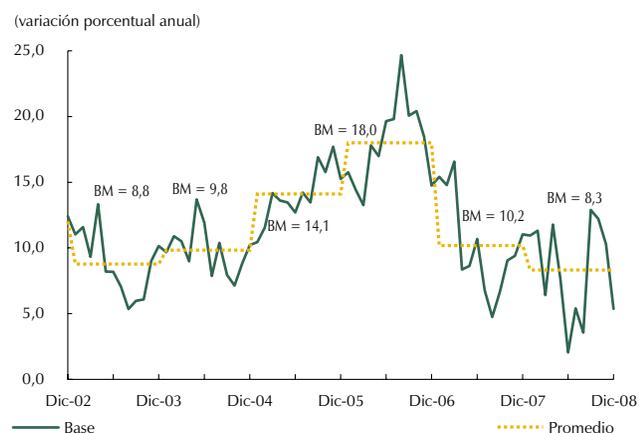
En febrero y julio de 2008 la JDBR continuó con la política de incrementos en la tasa de interés iniciada en abril de 2006, aumentándola desde 9,5% a 10,0%<sup>41</sup>. A partir de octubre, tanto la inflación observada como las expectativas se redujeron favoreciendo un movimiento similar en las tasas de rendimiento de los títulos de deuda pública, especialmente en el mediano y largo plazos. De esta forma, la curva presentó un desplazamiento a la baja, acompañado de un aplanaamiento. Adicionalmente, la JDBR, tomando en cuenta el cambio en la tendencia de la inflación y la reducción en las expectativas de crecimiento tanto a nivel local como internacional, ha realizado dos reducciones de 50 pb (en diciembre y enero) y dos de 100 pb (en febrero y marzo) en la tasa de interés, ubicándola actualmente en 7%. De esta forma, la tasa del título de referencia con vencimiento en julio de 2020 se ubica a finales de marzo en niveles cercanos a 9,7%.

41 Desde abril de 2006, cuando comenzó el ciclo de aumentos en la tasa de interés, y hasta julio de 2008, la JDBR incrementó en 400 pb su tasa de referencia.

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

La evolución de los agregados monetarios y crediticios refleja el comportamiento de los agentes de la economía, en parte como respuesta a las medidas de política de las autoridades monetarias. El banco central se encarga de mantener la tasa de interés a un día al nivel que fija la Junta, y otorga toda la liquidez que requieren los agentes a esa tasa. Ello significa que el comportamiento de la base monetaria está determinado por las decisiones de los agentes y el sistema financiero en el mercado de liquidez primaria, mientras que el desempeño del crédito refleja las necesidades de gasto de los agentes, y el de M3 la decisión de demanda de dinero.

Gráfico 40  
Base monetaria real  
(deflactado con IPC total)



Fuentes: Banco de la República.

#### a. Base monetaria: usos y fuentes

##### i. Usos

En 2008 la base monetaria presentó una variación promedio anual de 15,9%, equivalente a 8,3% en términos reales (Gráfico 40). Esta variación real fue inferior en cerca de 2 pp a la observada en 2007, y es producto de la menor demanda por efectivo y del mayor crecimiento de la reserva bancaria. En particular, en 2008 los aumentos promedio anuales del efectivo y de la reserva bancaria fueron 8,7% y 33,8%, respectivamente (1,6% y 25,1% real).

La demanda por efectivo se desaceleró de manera notable durante 2008. Después de presentar incrementos nominales de 11% en diciembre de 2007, esta tasa se redujo a niveles cercanos a 7% en diciembre de 2008. Tal

disminución coincidió con aumentos de las tasas de interés y de la inflación, factores que aumentaron el costo de oportunidad de mantener dinero en efectivo.

Por su parte, la reserva bancaria aumentó 36% en términos nominales en promedio durante el segundo semestre de 2008 y finalizó diciembre con un crecimiento de 27%. Este alto crecimiento en la reserva obedeció parcialmente a las medidas sobre encaje que adoptó la JDBR para el segundo semestre del año, las cuales, como se mencionó, incluyeron la eliminación del encaje marginal y el aumento del encaje ordinario para distintos tipos de depósito durante el último trimestre del año.

##### ii. Fuentes de expansión de la base

La liquidez primaria de la economía es suministrada por el Banco de la República a través de operaciones con el resto de agentes, especialmente las entidades financieras. El Emisor inyecta liquidez a la economía cuando adquiere activos o presta recursos al sistema financiero, y viceversa.

La base monetaria aumentó \$3.778 mm entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008, con un crecimiento anual de 11,7%. De acuerdo con el Cuadro 8, las principales fuentes de suministro de esta liquidez en pesos durante 2008 fueron:

- Compras netas de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario por \$3.899 mm, principalmente a través de las subastas de compra directa (\$2.705 mm).
- Reducción de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República por \$2.144 mm.
- La transferencia de utilidades del Banco de la República al Gobierno por \$1.415 mm, la cual se realizó en pesos durante 2008, contrario a lo ocurrido en 2007, cuando la transferencia fue hecha en dólares.
- Otros factores explicaron una expansión de \$2.053 mm, entre los que se encuentran la reducción de los depósitos en pesos en el Banco de la República por operaciones de endeudamiento y portafolio externos, y el efecto neto expansionista de las operaciones del P y G del Emisor.

La expansión anterior fue compensada parcialmente por los siguientes factores:

- La menor liquidez otorgada por el Banco de la República en operaciones con el sistema financiero. En particular, el saldo de repos se redujo en \$3.856 mm en diciembre de 2008, frente a igual fecha de 2007, al tiempo que el saldo de los DRNCE fue superior en \$1.365 mm.
- Las ventas netas definitivas y el vencimiento de TES en poder del Banco de la República, que totalizaron \$513 mm.

#### ***b. Fuentes de financiamiento del sistema financiero y M3***

Una parte importante del crecimiento de la cartera de los establecimientos de crédito fue financiada mediante la liquidación de su posición en inversiones, principalmente venta de TES, entre 2006 y 2007. Este comportamiento se revirtió en 2008, cuando las inversiones en el sistema financiero aumentaron (Cuadro 9).

En 2008 los aumentos de las inversiones de los establecimientos de crédito (\$3.610 mm) y de la cartera en moneda nacional (\$20.071 mm) fueron financiados totalmente por los mayores depósitos en estas entidades. Los pasivos sujetos a encaje (PSE) aumentaron \$25.980 mm en términos anuales (19,3%). Las captaciones con mayor dinamismo continuaron siendo las realizadas a través de CDT y bonos, con incrementos anuales de 35,6% y 33,9%, respectivamente. Por su parte, el ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes y de ahorro se desaceleró con respecto a 2007, en parte como consecuencia del diferencial de encajes que caracterizó la medida de encaje marginal vigente hasta septiembre de 2008.

Cuadro 8  
Fuentes de la base monetaria,  
variación trimestral  
(miles de millones de pesos)

	2007					2008					2009
	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Acumulado	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Acumulado	
<b>I. Gobierno</b>	<b>(2.194)</b>	<b>(5.565)</b>	<b>2.708</b>	<b>2.935</b>	<b>(2.117)</b>	<b>(4.187)</b>	<b>271</b>	<b>2.936</b>	<b>4.539</b>	<b>3.559</b>	<b>(1.493)</b>
Traslado de utilidades <sup>a/</sup>	0	0	0	0	0	1.415	0	0	0	1.415	0
Pesos	0	0	0	0	0	1.415	0	0		1.415	0
Depósitos en el Banco de la República	(2.194)	(5.565)	2.708	2.935	(2.117)	(5.602)	271	2.936	4.539	2.144	(1.493)
<b>II. TES regulación</b>	<b>(914)</b>	<b>(56)</b>	<b>(39)</b>	<b>(151)</b>	<b>(1.161)</b>	<b>(147)</b>	<b>(981)</b>	<b>(0)</b>	<b>616</b>	<b>(513)</b>	<b>0</b>
Compras definitivas	60	0	0	0	60	0	0	0	625	625	0
Ventas definitivas	(660)	0	0	0	(660)	(137)	(823)	0	0	(960)	0
Vencimiento	(315)	(56)	(39)	(151)	(561)	(10)	(158)	(0)	(9)	(178)	0
<b>III. Operaciones de liquidez del Banco de la República</b>	<b>(6.046)</b>	<b>4.641</b>	<b>(2.525)</b>	<b>2.438</b>	<b>(1.492)</b>	<b>(1.571)</b>	<b>733</b>	<b>(5.077)</b>	<b>693</b>	<b>(5.221)</b>	<b>(984)</b>
Expansión <sup>b/</sup>	(6.046)	5.801	(3.269)	2.281	(1.233)	(1.713)	1.102	(3.439)	193	(3.856)	1.088
Contracción	0	(1.160)	743	158	(259)	142	(369)	(1.638)	500	(1.365)	(2.072)
<b>IV. Divisas</b>	<b>8.517</b>	<b>1.835</b>	<b>(1)</b>	<b>(25)</b>	<b>10.326</b>	<b>505</b>	<b>1.346</b>	<b>2.404</b>	<b>(356)</b>	<b>3.899</b>	<b>(418)</b>
Opciones put para control de volatilidad	0	759	359	1	1.119	505	422	0	5	932	0
Opciones call para control de volatilidad	0	(347)	(360)	(26)	(732)	0	0	0	(535)	(535)	(418)
Opciones de acumulación de reservas	0	0	0	0	0	0	798	0	0	798	0
Subasta compra directa	0	0	0	0	0	0	126	2.404	174	2.705	0
Intervención discrecional	8.517	1.422	0	0	9.939	0	0	0	0	0	0
<b>V. Otros <sup>c/</sup></b>	<b>110</b>	<b>(748)</b>	<b>(714)</b>	<b>1.179</b>	<b>(173)</b>	<b>275</b>	<b>454</b>	<b>890</b>	<b>434</b>	<b>2.053</b>	<b>92</b>
<b>Variación total de la base</b>	<b>(527)</b>	<b>106</b>	<b>(572)</b>	<b>6.377</b>	<b>5.383</b>	<b>(5.125)</b>	<b>1.823</b>	<b>1.154</b>	<b>5.925</b>	<b>3.778</b>	<b>(2.803)</b>
<b>Saldo de la base</b>	<b>26.505</b>	<b>26.611</b>	<b>26.038</b>	<b>32.415</b>	<b>32.415</b>	<b>27.290</b>	<b>29.114</b>	<b>30.268</b>	<b>36.193</b>	<b>36.193</b>	<b>33.390</b>

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

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

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

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 9  
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito sin FEN

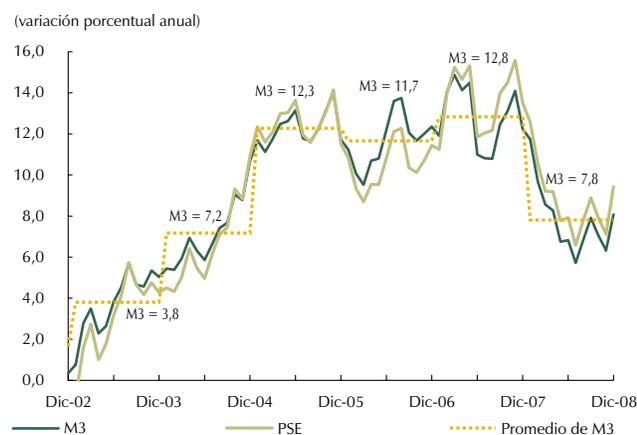
	Saldos fin de (millones de pesos)			Variación anual absoluta		Variación anual porcentual	
	Dec-06	Dec-07	Dec-08	Dec-07	Dec-08	Dec-07	Dec-08
<b>Activo</b>							
Posición propia de contadoda/	1.248	3.315	1.701	740	(4.813)	0,2	(1,3)
Reserva bancaria	6.955	10.075	12.832	3.120	2.757	44,9	27,4
OMA pasivas del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	0	259	1.193	259	934	---	---
Cartera + <i>leasing</i>	90.434	112.720	132.791	22.286	20.071	24,6	17,8
Cartera neta (m/n)	82.577	102.145	120.724	19.568	18.578	23,7	18,2
Cartera de <i>leasing</i> (m/n)	7.857	10.575	12.068	2.718	1.493	34,6	14,1
Inversiones	36.890	34.998	38.607	(1.892)	3.610	(5,1)	10,3
Otros netos	(16.398)	(21.700)	(24.960)	(3.974)	(61)	24,2	0,3
<b>Total</b>	<b>119.128</b>	<b>139.667</b>	<b>162.164</b>	<b>20.538</b>	<b>22.498</b>	<b>17,2</b>	<b>16,1</b>
<b>Pasivo</b>							
Repos con el Banco del República	6.636	5.403	1.921	(1.233)	(3.482)	(18,6)	(64,4)
PSE	112.492	134.264	160.243	21.772	25.980	19,4	19,3
<b>Ahorros</b>	<b>48.919</b>	<b>54.707</b>	<b>60.020</b>	<b>5.788</b>	<b>5.313</b>	<b>11,8</b>	<b>9,7</b>
<b>Cuentas corrientes</b>	<b>20.451</b>	<b>23.022</b>	<b>24.887</b>	<b>2.571</b>	<b>1.865</b>	<b>12,6</b>	<b>8,1</b>
<b>CDT</b>	<b>32.737</b>	<b>43.990</b>	<b>59.649</b>	<b>11.253</b>	<b>15.659</b>	<b>34,4</b>	<b>35,6</b>
<b>Depósitos fiduciarios</b>	<b>2.513</b>	<b>3.471</b>	<b>4.355</b>	<b>958</b>	<b>884</b>	<b>38,1</b>	<b>25,5</b>
Depósitos a la vista	2.500	2.754	2.693	254	(62)	10,2	(2,2)
Bonos	4.971	6.161	8.250	1.190	2.089	23,9	33,9
Repos (TGN + sector real)	401	158	389	(243)	231	(60,6)	146,7
<b>Cédulas</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>(15,5)</b>	<b>(21,9)</b>
<b>Total</b>	<b>119.128</b>	<b>139.667</b>	<b>162.164</b>	<b>20.538</b>	<b>22.498</b>	<b>17,2</b>	<b>16,1</b>

Nota: corresponde al mes monetario.

a/ No incluye comisionistas de bolsa; las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del período.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 41  
Agregado amplio M3 real (deflactado con IPC total)



Fuente: Banco de la República.

El comportamiento de los PSE se reflejó en un crecimiento promedio anual del M3 de 15,4% en 2008 (7,8% en términos reales) (Gráfico 41).

Se ha evidenciado una aceleración en el ritmo de crecimiento de los depósitos del sector público en los establecimientos de crédito. A finales de diciembre de 2008 el crecimiento anual del M3 público fue 22,8%, 13,8 pp superior al registrado en diciembre de 2007. En contraste, el M3 privado aumentó 15,9% anual en diciembre de 2008, crecimiento inferior al 20% registrado un año antes (Cuadro 10).

Cuadro 10  
Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado<sup>a/</sup>  
(miles de millones de pesos)

	Saldos a diciembre		Crecimiento anual (%)	Crecimiento anual promedio (%)
	2007	2008		
<b>M3 privado</b>	<b>132.653</b>	<b>153.786</b>	<b>15,9</b>	<b>15,0</b>
Efectivo	22.459	24.371	8,5	9,0
PSE	110.194	129.415	17,4	16,2
Cuentas corrientes	17.093	18.012	5,4	5,4
CDT	41.862	56.313	34,5	35,0
Ahorro <sup>b/</sup>	43.506	45.051	3,6	0,7
Otros	7.734	10.039	29,8	35,1
<b>M3 público</b>	<b>24.168</b>	<b>29.675</b>	<b>22,8</b>	<b>17,5</b>
Cuentas corrientes	5.967	6.899	15,6	19,3
CDT	2.121	3.761	77,4	49,9
Ahorro	10.848	13.584	25,2	15,4
Otros	5.233	5.430	3,8	9,9
<b>M3 total</b>	<b>156.822</b>	<b>183.461</b>	<b>17,0</b>	<b>15,4</b>
Efectivo	22.459	24.371	8,5	9,0
PSE	134.362	159.090	139,4	33,6
Cuentas corrientes	23.059	24.911	21,0	24,7
CDT	43.982	60.074	111,9	84,9
Ahorro	54.354	58.635	28,8	16,2
Otros	12.966	15.470	33,6	45,0

a/ Variación porcentual anual.

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

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

### c. Cartera de créditos

El incremento en la tasa de interés de política desde abril de 2006 y las medidas de encaje adoptadas a partir de mayo de 2007 redujeron el crecimiento de la cartera del sistema financiero. En términos reales, la cartera bruta de los establecimientos de crédito empezó a desacelerarse desde niveles cercanos al 30% a comienzos de 2007 a 9,8% en diciembre de 2008.

Por tipo de cartera, la mayor desaceleración en moneda nacional se registró en la de consumo, que en términos reales registró una variación de 4,1% anual, frente a 28,1% un año atrás (el crecimiento nominal se redujo 24 pp en el mismo periodo) (Cuadro 11). Desde 2002 no se observaban tasas de crecimientos reales inferiores al 10% (Gráfico 42).

La desaceleración también se observó en las carteras comercial e hipotecaria, con crecimientos de 12,9% y 6,1% reales anuales, respectivamente, comparados con cifras

Cuadro 11  
Cartera bruta del sistema financiero<sup>a/</sup>

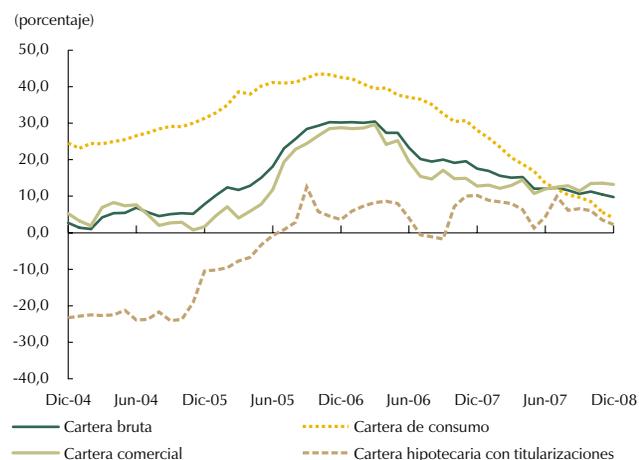
	Saldo en miles de millones de pesos, fin de diciembre de			Crecimiento porcentual anual, fin de diciembre de		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
A. Moneda nacional	85.784	106.675	126.924	36,0	24,4	19,0
Hipotecaria	7.540	9.078	9.988	10,8	20,4	10,0
Consumo	26.430	35.832	39.976	48,0	35,6	11,6
Microcrédito	1.685	1.982	2.973	34,1	17,6	50,0
Comercial	50.130	59.784	73.988	34,8	19,3	23,8
B. Cartera hipotecaria ajustada	10.171	12.186	14.026	7,2	19,8	15,1
C. Moneda extranjera	3.834	6.553	7.532	(19,5)	70,9	14,9
D. Total (A + C)	89.618	113.228	134.457	32,1	26,3	18,7
E. Leasing financiero (ml + me) <sup>b/</sup>	8.063	10.925	12.189	47,1	35,5	11,6
F. Total cartera con leasing (D + E)	97.681	124.153	146.646	33,2	27,1	18,1

a/ Sin FEN y sin entidades en liquidación. Datos al cierre del mes monetario.

b/ Las cifras de leasing financiero sólo se tienen disponibles a partir del 30 de enero de 2004.

Fuente: formato 281 de la Superintendencia Financiera (cuentas activas y pasivas).

Gráfico 42  
Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito, en ml<sup>a/</sup>



a/ Deflactado con el IPC total.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Titularizadora Colombia; cálculos del Banco de la República.

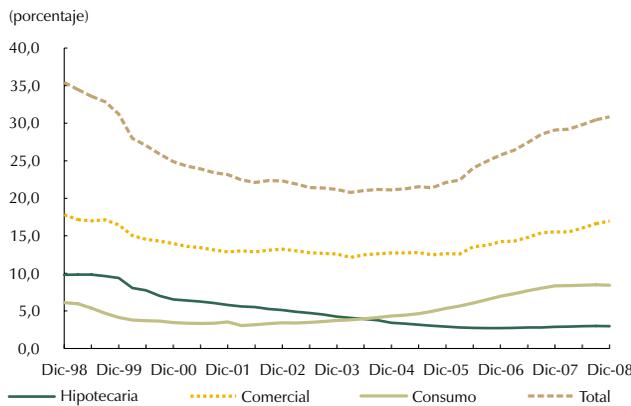
de 15,3% y 11,8% un año atrás (en términos nominales su dinámica se redujo 4,5 pp y 5,4 pp, respectivamente). Por su parte, el microcrédito y la cartera comercial aumentaron a tasas superiores a las de 2007 (32 pp y 4 pp, respectivamente, en términos nominales)<sup>42</sup>.

Este menor crecimiento de la cartera responde a varios factores, entre los que cabe destacar los efectos rezagados de la política de intervención del Banco de la República y el encaje.

La disminución en el crecimiento del PIB en 2008 fue aún mayor que la disminución en el crecimiento de la cartera, haciendo que el índice de profundización financiera, medido como la razón de la cartera sobre el PIB, siguiera aumentando y alcanzara un valor de 30,8% en diciembre de 2008. Para las carteras comercial y de

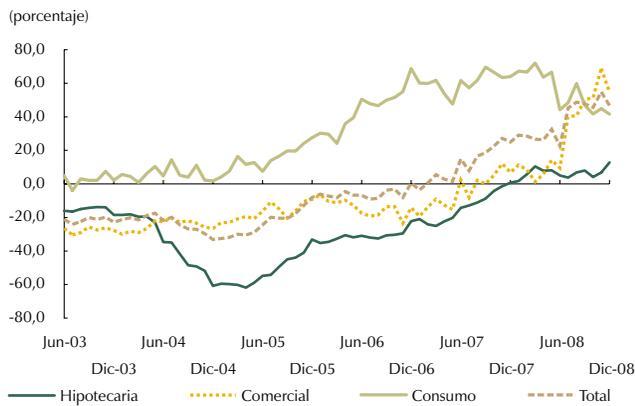
42 Se debe aclarar que en la medición de la cartera de microcréditos su variación tiene incorporado un efecto estadístico, puesto que mediante Decreto 919 de 2008 los establecimientos de crédito debieron reclasificar algunos préstamos vigentes en esa categoría de crédito.

Gráfico 43  
Profundización financiera  
(Cartera/PIB)



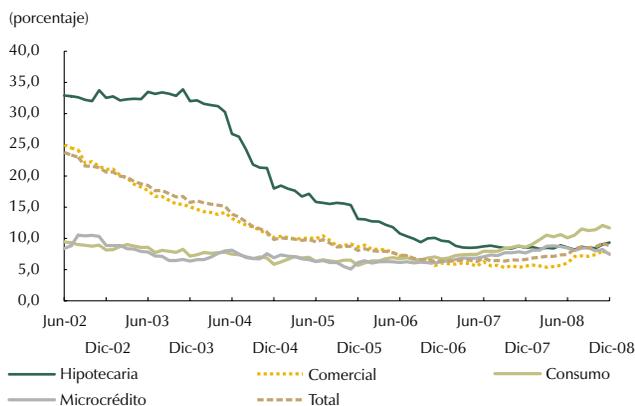
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 44  
Crecimiento real de la cartera riesgosa  
(deflactado por IPC total)



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

Gráfico 45  
Calidad de la cartera por tipo de crédito  
(cartera riesgosa/cartera bruta)



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

consumo los niveles del indicador ascienden a 17,0% y 8,4%, respectivamente, que son los más altos desde los periodos precedentes a la crisis financiera de finales de los años noventa (Gráfico 43).

Durante el segundo semestre de 2008 la cartera riesgosa creció a tasas mayores a las observadas en el último lustro<sup>43</sup>. Como se aprecia en el Gráfico 44, a diciembre alcanzó un crecimiento real anual de 46,7%, comparado con 22,6% seis meses antes. Esta dinámica se explica por el importante aumento en la tasa de crecimiento de la cartera riesgosa comercial, que pasó de 9,5% real anual en junio a 54,7% al finalizar 2008. De manera similar, la cartera riesgosa hipotecaria tuvo un incremento real anual mayor en 7,7 pp en diciembre, comparado con seis meses antes, alcanzando un crecimiento de 12,7%. Por su parte, el aumento en la cartera riesgosa de consumo fue de 41,6% real anual al finalizar el segundo semestre de 2008, que si bien es alto, es menor en 2,5 pp al observado seis meses antes.

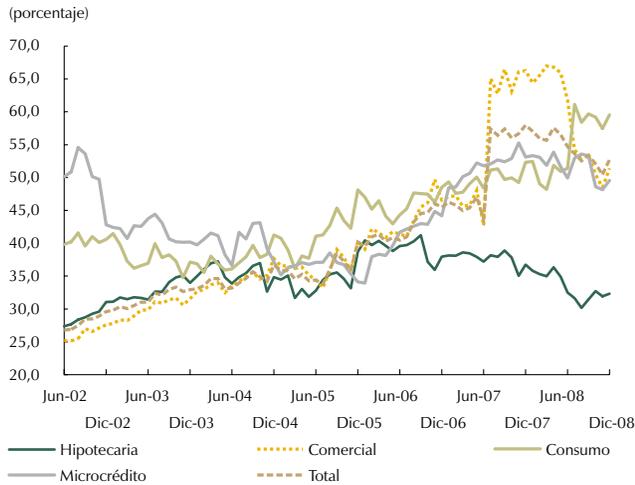
Dado el mayor aumento en la cartera riesgosa comparado con el de la cartera bruta, el indicador de calidad de cartera (IC), medido como la razón de la primera a la segunda, presentó un sensible deterioro al compararse con lo observado seis meses antes. En diciembre de 2008 el valor de este indicador alcanzó 8,9% para el total de la cartera, mientras que en junio del mismo año su valor fue de 7,4%. Desde el segundo semestre de 2007 se presenta un deterioro continuo del índice de calidad de cartera (Gráfico 45). El deterioro del IC se explica por los aumentos en los indicadores de calidad de las carteras comercial y de consumo, que para diciembre de 2008 alcanzaron niveles de 7,6% y 11,7%, respectivamente, valores superiores en 1,6 pp a sus respectivos niveles seis meses antes.

La rentabilidad del activo (ROA) del sistema financiero ha permanecido relativamente constante. Al finalizar 2008 el ROA<sup>44</sup> fue de 2,5%, cercano al promedio de los últimos cuatro años (2,55%).

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

44 El indicador de rentabilidad del sistema financiero se define como la razón entre utilidades y activo promedio.

Gráfico 46  
Indicador de cubrimiento  
(provisiones/cartera riesgosa)



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

Las provisiones que el sistema hace para cubrir el riesgo de crédito han venido creciendo en términos absolutos durante los últimos años. Al finalizar 2008 éstas fueron de \$6,9 b para los establecimientos de crédito (\$4,8 b en 2007, \$2,8 b en 2006). Sin embargo, las provisiones como porcentaje de la cartera riesgosa (indicador de cubrimiento) disminuyeron. Durante el segundo semestre de 2008 llegaron a un valor de 52,7%, menor en 2,0 pp al del indicador presentado un semestre atrás (Gráfico 46). Esta caída es explicada por el crecimiento en la cartera riesgosa comercial que no ha venido de la mano con incrementos proporcionales en las provisiones, y que causó que su indicador de cubrimiento cayera a 51,4% frente a un nivel de 61,8% en junio de 2008. Este nivel es similar al reportado antes de la entrada en vigencia del sistema de administración de riesgo de crédito (SARC) de la

cartera comercial a mediados de 2007. El indicador de cubrimiento para la cartera de consumo, por su parte, presentó un incremento que coincide con la entrada en vigencia del SARC para esta cartera. En diciembre de 2008 las provisiones sobre cartera comercial ascendieron a 59,5%, mientras que en junio fueron de 51,4%.

La relación de solvencia<sup>45</sup> se ha mantenido por encima del promedio de la década (13,4%) durante gran parte de 2008, llegando a 13,6% en diciembre de ese año, muy superior al mínimo regulatorio de 9%. No obstante, la relación a fin de año es 0,3 pp inferior a la de junio. De esta forma, la expansión de las actividades de intermediación financiera no se encuentra restringida por los niveles de capital.

El *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2009 (en impresión), presenta un análisis más detallado y actualizado de los diferentes riesgos que enfrenta el sistema financiero. En todo caso se debe hacer énfasis en que las medidas macroprudenciales adoptadas por Colombia, en los últimos años, han contribuido a reducir la vulnerabilidad del sistema financiero para enfrentar el choque externo.

45 La relación de solvencia es medida como la razón patrimonio técnico sobre activos ponderados por riesgo (incluyendo riesgo de mercado), la cual es utilizada para analizar la solidez patrimonial de los establecimientos de crédito.

## E. SECTOR EXTERNO

### 1. Evolución de la tasa de cambio en 2008

#### a. Tasa de cambio nominal

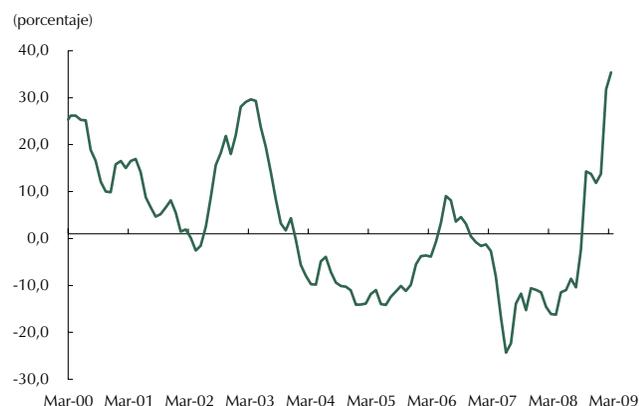
Durante 2008 la cotización del peso colombiano estuvo determinada por las condiciones de los mercados internacionales. La primera mitad del año se caracterizó por una marcada apreciación, de la mano de constantes entradas de capital por IED. Sin embargo, en la segunda mitad la tasa de cambio revirtió su tendencia y el peso colombiano presentó una fuerte depreciación explicada principalmente por la profundización de la crisis económica mundial y por la incertidumbre en los mercados financieros. Esta situación ocurrió de manera generalizada en las economías emergentes y, como se explica más adelante, continuó en lo corrido de 2009.

Gráfico 47

#### A. Tasa de cambio nominal



#### B. Devaluación nominal anual



Fuente: Banco de la República.

Entre enero y junio de 2008 el peso colombiano continuó con la apreciación que se venía observando desde el segundo semestre de 2006 (Gráfico 47) y, en promedio, presentó en ese periodo una revaluación nominal anual de 13,5% frente a los mismos meses de 2007. De hecho, la cotización del peso frente al dólar mostró en junio de 2008 una disminución de \$301,9 con relación a la observada en diciembre del 2007, lo que representó una caída del 15%.

Como se explicó con mayor detalle en el capítulo II de este informe, en respuesta a la dinámica del dólar, el Banco de la República ajustó en mayo de 2008 los parámetros de los controles de capitales que habían sido establecidos un año atrás. De esta manera, el depósito obligatorio para inversiones de portafolio aumentó de 40% a 50%, y se impuso el requerimiento de estadía mínima de capital de IED por dos años. También en mayo se amplió el límite de apalancamiento de los intermediarios financieros para operaciones en el mercado de derivados del 500% al 550%. Luego, en junio fue incrementado el descuento por retiro anticipado de depósitos en el Banco de la República.

Durante el primer semestre de 2008, y como respuesta a la alta volatilidad de la cotización del peso frente al dólar, se activaron las subastas para el control de la volatilidad de la tasa de cambio, de forma que por este mecanismo, entre febrero y junio, el Banco de la República compró reservas internacionales por valor de

US\$515 m. Así mismo, entre abril y junio compró US\$ 450 m mediante opciones para acumulación de reservas internacionales. A partir de junio y hasta el mes de

octubre, la intervención se llevó a cabo a través de subastas de compra directa, por un valor de US\$ 1.344 m (Cuadro 12).

Cuadro 12  
Operaciones de compraventa de divisas del Banco de la República, 2007 y 2008  
(millones de dólares)

Concepto	2007 acumulado ene-dic	2008											
		Ene.	Feb.	Mar.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Acumulado a diciembre
<b>Compras</b>	<b>5.081,9</b>	<b>0,0</b>	<b>232,7</b>	<b>38,0</b>	<b>150,0</b>	<b>401,6</b>	<b>444,3</b>	<b>380,0</b>	<b>440,0</b>	<b>79,9</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2.381,3</b>
<b>Opciones put</b>	<b>554,5</b>	<b>0,0</b>	<b>232,7</b>	<b>38,0</b>	<b>150,0</b>	<b>330,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>965,5</b>
Para acumulación de reservas internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	150,0	150,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	450,0
Para el control de la volatilidad	554,5	0,0	232,7	38,0	0,0	180,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	515,5
<b>Subastas de   compra directa</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>71,6</b>	<b>444,3</b>	<b>380,0</b>	<b>440,0</b>	<b>79,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1.415,8</b>
<b>Intervención   discrecional</b>	<b>4.527,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Ventas</b>	<b>368,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>234,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>234,6</b>
<b>Opciones call</b>	<b>368,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>234,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>234,6</b>
Para el control de la volatilidad	368,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	234,6	0,0	0,0	234,6
<b>Gobierno   nacional</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Compras netas</b>	<b>4.713,0</b>	<b>0,0</b>	<b>232,7</b>	<b>38,0</b>	<b>150,0</b>	<b>401,6</b>	<b>444,3</b>	<b>380,0</b>	<b>440,0</b>	<b>(154,7)</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2.146,7</b>

Fuente: Banco de la República.

Como se explicó en informes anteriores, el fenómeno de revaluación no fue exclusivo de Colombia y se presentó en la mayoría de las economías del mundo, producto de un dólar debilitado y una gran afluencia de capitales hacia los mercados emergentes. Es por eso que entre enero y junio de 2008 las monedas peruana y chilena presentaron apreciaciones tan fuertes como la colombiana (10,4% y 12,5% respectivamente), y el real brasileño se revaluó aún más que el peso (-17%) (Cuadro 13). Las monedas de las economías desarrolladas también presentaron en ese periodo una apreciación frente al dólar, siendo notables los casos del euro (13,1%), del yen (12,6%) y del dólar canadiense (11,3%).

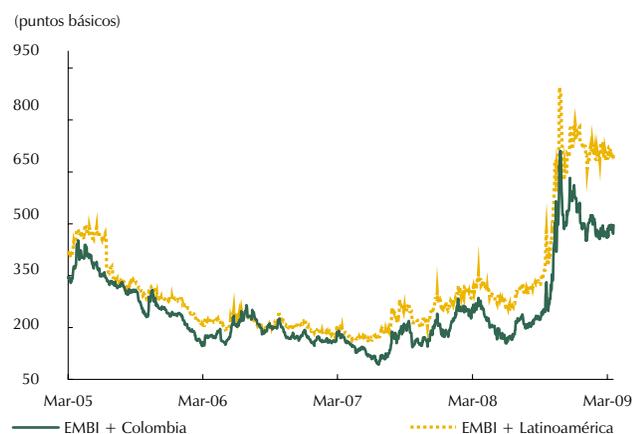
Una vez entrada la segunda mitad de 2008, el deterioro de los indicadores de la economía estadounidense comenzó a afectar los mercados internacionales e incrementó la incertidumbre en torno de una recesión mundial. Adicionalmente, el evento de la quiebra de Lehman-Brothers y sus consecuencias sobre los sistemas financieros del mundo generaron gran estrés en los inversionistas, induciendo a un incremento del riesgo sobre la deuda soberana (Gráfico 48). Esta situación se vio reflejada en una salida de flujos de capitales hacia bonos del tesoro de los Estados

Cuadro 13  
Tasa de cambio nominal: moneda extranjera frente al dólar<sup>a/</sup>

	Variaciones porcentuales anuales promedio			
	2003-2008	Enero a junio de 2008	Julio a diciembre de 2008	Al 19 de marzo de 2009
Colombia	(3,5)	(13,5)	3,1	25,7
Venezuela	11,6	0,0	0,0	0,0
Ecuador	0,0	0,0	0,0	0,0
México	2,5	(3,0)	7,2	33,2
Brasil	(7,3)	(17,1)	6,6	33,6
Zona del euro	(6,9)	(13,1)	0,6	15,0
Perú	(3,0)	(10,4)	(2,5)	10,0
Japón	(2,9)	(12,6)	(11,8)	(12,1)
Chile	(4,4)	(12,5)	13,3	31,4
Canadá	(6,2)	(11,3)	11,1	24,5
Inglaterra	(3,1)	(0,2)	18,8	38,1
Argentina	0,4	1,5	1,5	11,9

a/ Deflactado con el IPP.  
Fuentes: bancos centrales y Banco de la República.

Gráfico 48  
EMBI+ Colombia y Latinoamérica



Fuentes: Bloomberg.

Unidos, y en un rompimiento de la tendencia a la apreciación de las monedas de países emergentes, hizo que el peso colombiano se devaluara entre julio y diciembre de 2008 a una tasa promedio anual del 3,1%.

El cambio en las condiciones macroeconómicas llevó en septiembre de 2008 a que el Gobierno revocara la estadía mínima para IED, y eximiera a los flujos para compra de acciones del depósito obligatorio. La depreciación nominal del peso colombiano indujo en octubre a la autoridad monetaria a eliminar los controles de capitales, manteniendo solamente el techo de apalancamiento de los intermediarios financieros para contener el riesgo de exposición durante la turbulencia financiera del momento. Adicionalmente, en el mes de

octubre se activó el mecanismo de subasta para control de la volatilidad y el Emisor vendió reservas internacionales por US\$235 m.

Como se observa en el Cuadro 13, el fortalecimiento del dólar en el segundo semestre de 2008 fue un fenómeno generalizado y se presentó de manera marcada en las monedas canadiense e inglesa, para las cuales la devaluación fue del 11,1% y de 18,8%, respectivamente. En los países de América Latina se presenció un incremento en la cotización del dólar aún más fuerte que el del peso colombiano, exceptuando el sol peruano que se revaluó en un 2,5%.

Entre diciembre de 2008 y febrero del presente año el peso colombiano se devaluó 13,9% y durante marzo corrigió parcialmente dicha tendencia, acumulándose así

Entre diciembre de 2008 y febrero del presente año el peso colombiano se devaluó 13,9% y durante marzo corrigió parcialmente dicha tendencia, acumulándose así una devaluación año corrido (hasta el 19 de marzo) de 4,1%.

una devaluación año corrido (hasta el 19 de marzo) de 4,1%. El comportamiento estuvo acompañado por una valorización de los títulos de deuda pública interna, una relativa estabilidad en el mercado accionario y del EMBI+ Colombia, lo cual sugiere que la tendencia reciente de la tasa de cambio no estuvo asociada con un deterioro o una mayor percepción de riesgo de los activos locales. Lo que sí se observó en los dos primeros meses del año fue una demanda de dólares en el mercado *forward* por parte de agentes externos que contribuyó a devaluar el peso. En efecto, los intermediarios del mercado cambiario (IMC) al adquirir dichos compromisos de venta a futuro tuvieron que comprar dólares en el mercado de contado (US\$1.209 m) para cubrir el riesgo cambiario, ejerciendo presión sobre la tasa de cambio. En este periodo, el Banco de la República vendió reservas internacionales por un valor de US\$ 369 m a través del mecanismo de subastas para el control de la volatilidad de la tasa de cambio (Cuadro 14).

Cuadro 14  
Operaciones de compraventa de divisas del Banco de la República, 2008 y 2009  
(millones de dólares)

Concepto	2008 acumulado ene-dic	2009		
		Enero	Febrero	Acumulado a febrero
<b>Compras</b>	<b>2.381,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Opciones <i>put</i></b>	<b>965,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Para acumulación de reservas internacionales	450,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	515,5	0,0	0,0	0,0
<b>Subastas de compra directa</b>	<b>1.415,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Intervención discrecional</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Ventas</b>	<b>234,6</b>	<b>175,0</b>	<b>193,5</b>	<b>368,5</b>
<b>Opciones <i>call</i></b>	<b>234,6</b>	<b>175,0</b>	<b>193,5</b>	<b>368,5</b>
Para el control de la volatilidad	234,6	175,0	193,5	368,5
Gobierno nacional	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Compras netas</b>	<b>2.146,7</b>	<b>(175,0)</b>	<b>(193,5)</b>	<b>(368,5)</b>

Fuente: Banco de la República.

La devaluación del peso en lo corrido de este año ha sido superior a la que han experimentado otras economías de la región; sin embargo, cuando se analiza la devaluación con respecto al mismo periodo del año anterior la mayoría de países de la región han tenido un comportamiento similar, presentando una devaluación mayor al 30% (Cuadro 13). De nuevo, la moneda peruana presenta un menor debilitamiento, fenómeno que puede estar explicado por la intervención del Banco de la Reserva del Perú en el mercado cambiario por US\$975 m en lo corrido de 2009 (hasta el 20 de febrero de 2009).

La TCR puede calcularse de manera bilateral frente a cada país con el que se comercia o compite, y puede agregarse en una TCR multilateral que da señales sobre la competitividad del país frente al conjunto de socios comerciales.

#### b. Evolución de de la tasa de cambio real

Como lo ha mencionado la Junta en informes pasados y en diferentes publicaciones, el análisis de las implicaciones que tiene el comportamiento del peso colombiano sobre la competitividad del país debe realizarse teniendo en cuenta la tasa de cambio real (TCR). Esta medida incorpora los diferenciales de costos de producción de las economías, descontando la diferencia entre la inflación interna y externa del valor de la moneda. La TCR puede calcularse de manera bilateral frente a cada país con el que se comercia o compite, y puede agregarse en una TCR multilateral que da señales sobre la competitividad del país frente al conjunto de socios comerciales.

En primer lugar, el análisis de los índices bilaterales de TCR en 2008 revela que el peso colombiano se revaluó frente al dólar y frente a monedas latinoamericanas como la mexicana. Sin embargo, se devaluó con respecto de competidores como Brasil (7%), Venezuela (10,3%), Perú (2,7%) y Chile (3%).

Para 2009 los datos hasta el 19 de marzo muestran un peso colombiano que se devaluó en términos reales frente a la mayoría de las monedas, siendo especiales los casos de Venezuela y Japón. La depreciación frente a las monedas de estas economías llegó al 52,6% y 37,4%, respectivamente. Con el dólar presentó una devaluación real de 8,7%. En contraste, la moneda mostró una apreciación real frente al peso mexicano y al real brasileño; debido a la mayor incidencia que ha tenido la crisis internacional en las cotizaciones de dichas monedas, continúa siendo pronunciada frente a Canadá e Inglaterra (Cuadro 15).

Cuadro 15  
Tasa de cambio real bilateral: peso colombiano frente a las monedas extranjeras<sup>a/</sup>

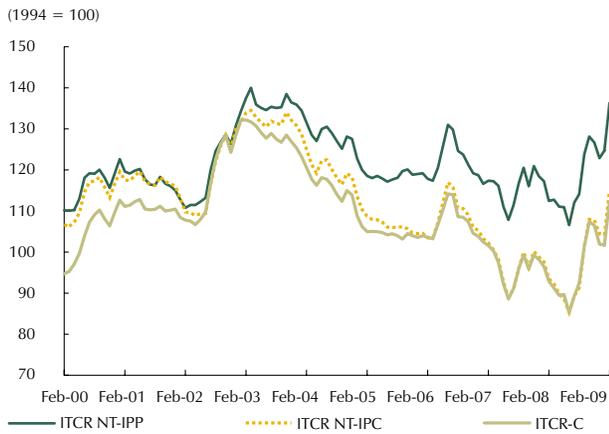
	Variaciones porcentuales anuales promedio			
	2000-2002	2003-2009	2008	A febrero de 2009
Estados Unidos	4,6	(1,1)	(3,4)	8,7
Venezuela	2,3	9,1	10,3	52,6
Ecuador	15,9	(0,2)	(4,5)	25,2
México	8,8	(4,5)	(7,9)	(3,5)
Brasil	3,0	7,4	7,0	(4,0)
Zona del euro	1,4	2,9	(0,4)	5,5
Perú	3,1	0,0	2,7	14,7
Japón	(1,3)	1,3	5,6	37,4
Chile	(3,6)	5,3	3,0	8,3
Canadá	3,3	(0,2)	(7,7)	(4,5)
Inglaterra	1,4	(2,5)	(12,9)	(11,8)

a/ Deflactado con el IPP.  
Fuente: bancos centrales y Banco de la República.

Para 2009 los datos hasta el 19 de marzo muestran un peso colombiano que se devaluó en términos reales frente a la mayoría de las monedas, siendo especiales los casos de Venezuela y Japón.

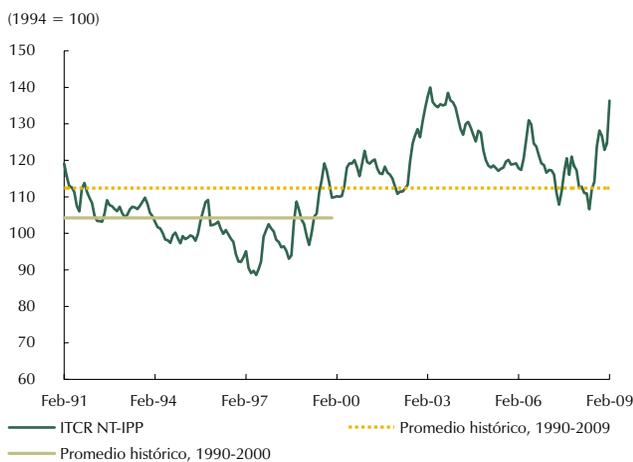
El Banco de la República publica tradicionalmente dos índices de TCR multilateral que se diferencian por los costos relativos con los que se miden —ya sea IPP o IPC—. Adicionalmente, se calcula un índice que evalúa la competitividad de un

Gráfico 49  
Índice de la tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 50  
Índice de tasa de cambio real - IPP frente a sus promedios históricos



Fuente: Banco de la República.

grupo de bienes (café, flores, banano y textiles) en el mercado de los Estados Unidos (Gráfico 49). Aunque el ITCR medido con el IPC y el ITCR de competitividad indican una revaluación cercana al 1,6% en 2008, el ITCR medido con IPP muestra una devaluación real del 0,6% para el mismo periodo.

Adicionalmente, las tres medidas presentan una depreciación real entre enero y febrero de 2009, la cual llega al 12% para el ITCR medido con IPP, 12,7% con el IPC y 11,5% con el ITCR-C. Dicho comportamiento, explicado principalmente por la devaluación nominal de la tasa de cambio, ha hecho que la TCR llegue a niveles históricamente altos y se sitúe por encima de los promedios de la década de los años noventa así como de la presente (Gráfico 50).

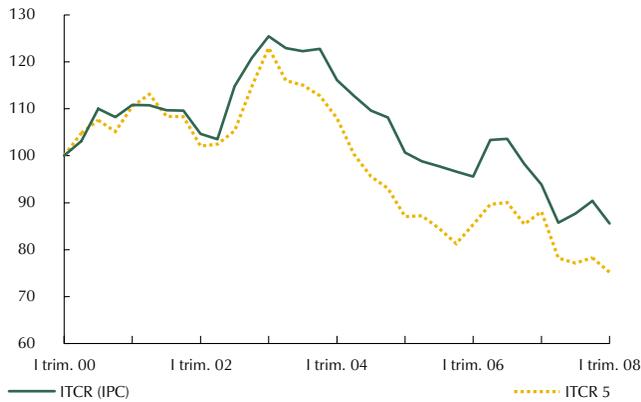
Como se mencionó, los índices de TCR revelan información diferente dependiendo de los precios relativos con los que se estimen y del país con el que se comparen. Es así como el Banco de la República ha calculado una serie de medidas alternativas de la TCR con el fin de hacer un mejor diagnóstico de la competitividad del país. Algunas de estas medidas involucran otro tipo de indicadores de costos de producción, como son el costo laboral unitario (CLU) o el deflactor del PIB. Adicionalmente, se presentan indicadores de TCR en los que comparan los precios de exportación colombianos con distintas medidas internacionales, con el fin de evaluar de diferentes maneras la competitividad de los productores y exportadores colombianos<sup>46</sup>.

Como se observa en el Gráfico 51, la TCR medida con el CLU mostró hasta el primer trimestre de 2008 una revaluación mayor que aquella que utiliza el IPC. Sin embargo, los indicadores que intentan medir la competitividad

46 ITCR 4: índice de tasa de cambio real, utilizando el deflactor del PIB. El uso del deflactor del PIB es conveniente, ya que muestra una dinámica de precios muy amplia debido a que cubre tanto a sectores transables como no transables. ITCR 5: índice de tasa de cambio real, deflactando con CLU. Este es el indicador que mejor explica las ganancias o pérdidas de competitividad de un sector frente a sus competidores internacionales. Mide la competitividad del país teniendo en cuenta la inflación que proviene de presiones internas de costos en el mercado laboral, ya que en su cálculo se incluyen el salario medio de un trabajador, el número de obreros en la industria y la producción industrial. ITCR 6: índice de competencia en los mercados de exportación de Colombia. Pretende medir la competitividad de las exportaciones colombianas en los países de destino, comparando el precio de una canasta de bienes de exportación colombianos con los precios de importación en los países de destino. ITCR 7: índice de competencia en los mercados internacionales: mide la competitividad de los productos colombianos en los mercados internacionales, comparando el precio de una canasta de bienes de exportación colombianos con los precios de las exportaciones de otros países. ITCR 8: indicador de competencia en el mercado interno: intenta medir la capacidad de competencia de los productos colombianos frente a los extranjeros en el mercado colombiano.

Gráfico 51  
Índice de la tasa de cambio real del peso colombiano frente a otras monedas

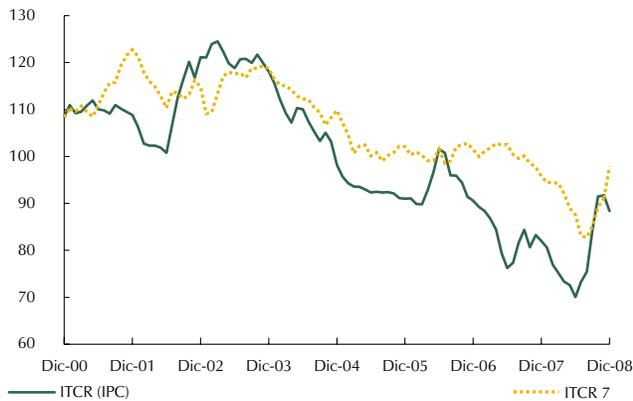
A. Índice de tasa de cambio real utilizando el costo laboral unitario (ITCR5) vs. ITCR-IPC (I trim.=100)



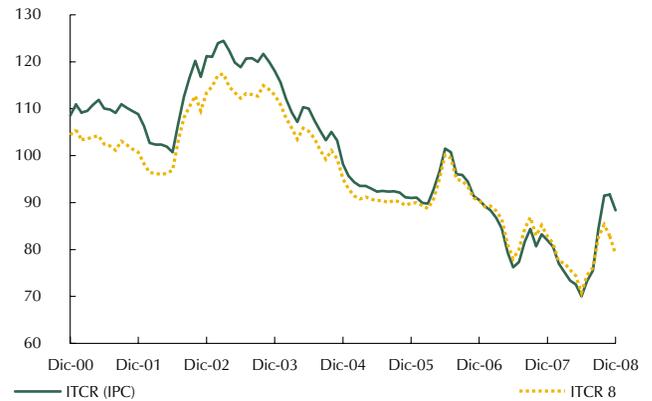
B. Índice de tasa de cambio real de competencia en mercados de exportación de Colombia vs. ITCR-IPC (ene. 2000=100)



C. Índice de tasa de cambio real de competencia en los mercados internacionales (ITCR 7) vs. ITCR-IPC (ene. 2000=100)



D. Índice de tasa de cambio real de competencia en el mercado interno (ITCR 8) vs. ITCR-IPC (ene. 2000=100)



Fuente: Banco de la República.

de las exportaciones dan evidencia de una menor apreciación real en el periodo 2006 a 2008 frente a la TCR deflactada con IPC.

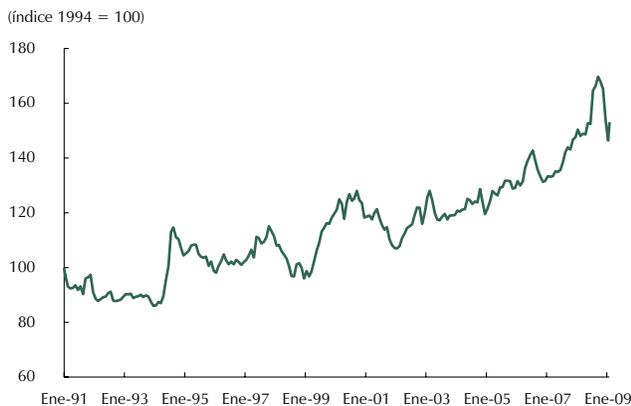
### c. Factores que han incidido en el comportamiento de la moneda

Tanto la dinámica de apreciación de la moneda colombiana en la primera mitad de 2008 como la devaluación observada hasta lo corrido de 2009 son explicadas por el desempeño de las economías con las cuales se comercia y por las condiciones internas de la economía colombiana. Por un lado, la tendencia del peso colombiano frente al dólar está relacionada con el debilitamiento generalizado de éste a comienzos de 2008 y su posterior fortalecimiento una vez profundizada la crisis internacional.

De igual manera, existen otros factores que ayudan a explicar el comportamiento del peso colombiano, como las condiciones de los flujos de capital y los precios de los productos de exportación. Para el caso del episodio de apreciación de los primeros meses de 2008, en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2008 se realizó un diagnóstico detallado de las variables que determinaron la revaluación nominal y la real. Dichas variables están relacionadas con los factores que afectan los precios relativos de la economía y se resumen en una mejoría en los términos de intercambio colombianos por los altos precios internacionales, un incremento en el grado de confianza del país, unos fuertes flujos de inversión extranjera hacia Colombia, altos ingresos provenientes de remesas de trabajadores en el exterior y un incremento de la productividad nacional.

Entre julio de 2008 y lo corrido de 2009 la depreciación del tipo de cambio ha sido explicada por las expectativas de los agentes a un eventual deterioro de los fundamentales de la economía colombiana debido a la crisis internacional. Como se explicará en el capítulo de balanza de pagos, una de las vulnerabilidades de la economía colombiana es la posible reducción de los ingresos por exportaciones, por remesas y capitales de IED producto de la recesión económica mundial. Sin embargo, aunque los precios de los bienes de exportación ya han comenzado a dar señales de una contracción en los ingresos por exportaciones, a la fecha no hay una evidencia clara en tal contracción en las fuentes de financiación y de hecho, los flujos de IED hacia el país continúan dinámicos.

Gráfico 52  
Términos de intercambio <sup>a/</sup>



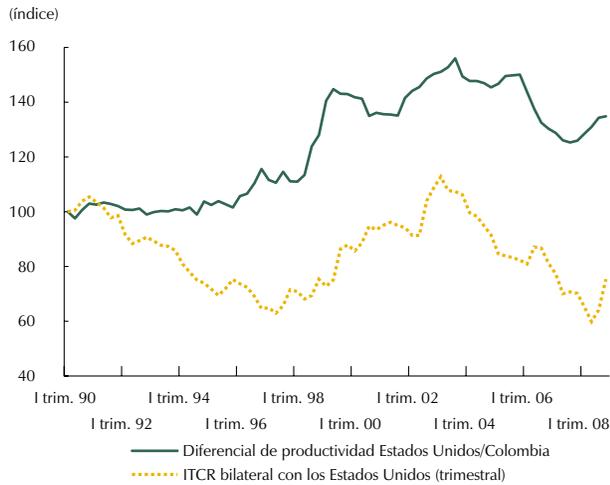
<sup>a/</sup> Calculado con base en el IPP. Se define como el cociente entre el índice de precios de los bienes exportados y el índice de precios de los bienes importados.  
Fuentes: Banco de la República.

Los términos de intercambio detuvieron su mejoría en octubre de 2008, cuando el desplome de los precios de los *commodities* redujo el valor de los bienes de exportación colombianos, y en enero de 2009 llegaron a niveles que no se observaban desde mediados de 2007 (Gráfico 52). No obstante, en febrero de este año mostraron recuperación.

Finalmente, la competitividad de un país no sólo está determinada por los costos de producción sino depende también de la eficiencia del sector transable. En este sentido, incrementos en la productividad en el sector de bienes de exportación se verá reflejada en apreciaciones reales de la tasa de cambio. En consecuencia, un fortalecimiento de la moneda no es necesariamente una pérdida en competitividad sino, al contrario, puede ser muestra de una ganancia en la misma.

Es por eso que al analizar los cálculos preliminares de la competitividad de la industria se observa que el aumento de la ITCR de los últimos meses ha estado acompañado por una pérdida en productividad frente a los Estados Unidos. Pero es necesario anotar que esa pérdida es menor a la depreciación observada del tipo de cambio hasta el cuarto trimestre de 2008 (Gráfico 53).

Gráfico 53  
Diferencial de productividad Estados Unidos/Colombia e  
ITCR bilateral  
(I trim. 1990 = 100)



Fuentes: DANE (MMM) y BLS; cálculos del Banco de la República.

## 2. Evolución de la balanza de pagos de Colombia en 2008

De acuerdo con estimaciones preliminares, los principales resultados de la balanza de pagos del país durante 2008 fueron:

- Déficit en la cuenta corriente de US\$6.765 m (2,8% del PIB), superior en US\$928 m al resultado del año anterior (Cuadro 16).
- Superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$9.551 m (4,0% del PIB), inferior en US\$795 m al obtenido en 2007.
- Acumulación de reservas internacionales brutas por US\$2.638 m.

Cuadro 16  
Balanza de pagos de Colombia (resumen) (p)

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB			Diferencia 2008 - 2007 (millones de dólares)
	2006 (p)	2007 (p)	2008 (p)	2006 (p)	2007 (p)	2008 (p)	
<b>I. Cuenta corriente (A + B + C)</b>	<b>(2.983)</b>	<b>(5.837)</b>	<b>(6.765)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(928)</b>
Ingresos	35.119	41.714	50.173	21,6	20,1	20,8	8.459
Egresos	38.102	47.551	56.938	23,4	22,9	23,6	9.387
A. Bienes y servicios no factoriales	(1.797)	(3.203)	(2.139)	(1,1)	(1,5)	(0,9)	1.065
Ingresos	28.558	34.213	42.588	17,6	16,4	17,7	8.375
Egresos	30.355	37.416	44.726	18,7	18,0	18,6	7.310
1. Bienes	322	(596)	990	0,2	(0,3)	0,4	1.587
Ingresos	25.181	30.577	38.546	15,5	14,7	16,0	7.969
Egresos	24.859	31.173	37.556	15,3	15,0	15,6	6.383
2. Servicios no factoriales	(2.119)	(2.607)	(3.129)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(522)
Ingresos	3.377	3.636	4.042	2,1	1,7	1,7	406
Egresos	5.496	6.243	7.171	3,4	3,0	3,0	928
B. Renta de los factores	(5.929)	(7.865)	(10.138)	(3,6)	(3,8)	(4,2)	(2.273)
Ingresos	1.525	1.860	1.685	0,9	0,9	0,7	(175)
Egresos	7.454	9.725	11.823	4,6	4,7	4,9	2.098
C. Transferencias	4.743	5.231	5.512	2,9	2,5	2,3	281
Ingresos	5.037	5.642	5.900	3,1	2,7	2,4	259
Remesas de trabajadores	3.890	4.493	4.842	2,4	2,2	2,0	350
Otras transferencias	1.147	1.149	1.058	0,7	0,6	0,4	(91)
Egresos	293	410	389	0,2	0,2	0,2	(22)
<b>II. Cuenta de capital y financiera (A + B)</b>	<b>2.890</b>	<b>10.347</b>	<b>9.551</b>	<b>1,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>(795)</b>
A. Cuenta financiera (1 + 2)	2.890	10.347	9.551	1,8	5,0	4,0	(795)

Cuadro 16 (continuación)  
Balanza de pagos de Colombia (resumen) (p)

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB			Diferencia 2008 - 2007 (millones de dólares)
	2006 (p)	2007 (p)	2008 (p)	2006 (p)	2007 (p)	2008 (p)	
1. Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)	7.183	11.466	9.965	4,4	5,5	4,1	(1.501)
a. Activos	1.097	912	2.157	0,7	0,4	0,9	1.245
i. Inversión colombiana en el exterior	1.098	913	2.158	0,7	0,4	0,9	1.245
Directa	1.098	913	2.158	0,7	0,4	0,9	1.245
De cartera	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
ii. Préstamos	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
iii Crédito comercial	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
iv. Arrendamiento financiero	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
v. Otros activos	(1)	(1)	(1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0)
b. Pasivos	8.328	12.398	12.124	5,1	6,0	5,0	(274)
Directa	6.656	9.049	10.564	4,1	4,4	4,4	1.515
De cartera	457	387	(278)	0,3	0,2	(0,1)	(665)
ii. Préstamos	1.248	2.736	1.376	0,8	1,3	0,6	(1.360)
iii. Crédito comercial	(88)	116	190	(0,1)	0,1	0,1	74
iv. Arrendamiento financiero	55	110	272	0,0	0,1	0,1	162
v. Otros pasivos	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	(47)	(20)	(2)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	18
2. Flujos financieros de corto plazo (b - a)	(4.293)	(1.120)	(414)	(2,6)	(0,5)	(0,2)	706
a. Activos	4.019	3.186	(46)	2,5	1,5	(0,0)	(3.232)
i. Inversión de cartera	3.333	993	(188)	2,1	0,5	(0,1)	(1.182)
ii. Crédito comercial	402	308	185	0,2	0,1	0,1	(123)
iii. Préstamos	313	1.510	70	0,2	0,7	0,0	(1.441)
iv. Otros activos	(28)	374	(113)	(0,0)	0,2	(0,0)	(486)
b. Pasivos	(274)	2.066	(460)	(0,2)	1,0	(0,2)	(2.526)
i. Inversión de cartera	445	1.497	(1.001)	0,3	0,7	(0,4)	(2.497)
ii. Crédito comercial	(2)	72	287	(0,0)	0,0	0,1	215
iii. Préstamos	(716)	441	245	(0,4)	0,2	0,1	(197)
iv. Otros pasivos	(1)	56	9	(0,0)	0,0	0,0	(47)
B. Flujos especiales de capital	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0
<b>III. Errores y omisiones netos</b>	<b>115</b>	<b>204</b>	<b>(149)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,1)</b>	
<b>IV. Variación de las reservas internacionales brutas <sup>a/</sup></b>	<b>23</b>	<b>4.714</b>	<b>2.638</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,1</b>	
(Según metodología de la balanza de pagos)							
<b>V. Saldo de las reservas internacionales brutas</b>	<b>15.440</b>	<b>20.955</b>	<b>24.041</b>	<b>9,5</b>	<b>10,1</b>	<b>10,0</b>	

p/ preliminar

a/ El cálculo de la variación de las reservas internacionales se efectúa con base en el Manual V del FMI, el cual recomienda no incluir en este cálculo las variaciones provenientes de valorizaciones por tipo de cambio y precio.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

*En 2008 el déficit de la cuenta corriente (US\$6.765 m) fue resultado de egresos netos por renta de los factores (US\$10.138 m) y déficit de la balanza de servicios (US\$3.129 m), compensados parcialmente por ingresos netos de transferencias corrientes (US\$ 5.512 m) y por una balanza comercial superavitaria (US\$ 990 m).*

*El déficit de la balanza de servicios y el rubro de renta de los factores se compensó parcialmente con los ingresos netos de transferencias corrientes que ascendieron a US\$5.512 m.*

#### **a. Cuenta corriente**

En 2008 el déficit de la cuenta corriente (US\$6.765 m) fue resultado de egresos netos por renta de los factores (US\$10.138 m) y déficit de la balanza de servicios (US\$3.129 m), compensados parcialmente por ingresos netos de transferencias corrientes (US\$ 5.512 m) y por una balanza comercial superavitaria (US\$ 990 m). El superávit comercial se originó en ingresos por exportaciones por valor de US\$38.546 m, y pagos por importaciones de US\$37.556 m. El superávit anual contrasta con el resultado negativo obtenido un año atrás (US\$596 m).

El aumento de las exportaciones se explicó principalmente por el notable incremento del valor vendido de productos tradicionales (US\$5.787 m, 41%), impulsado por el aumento del precio de exportación del petróleo y del carbón. Por su parte, las exportaciones de productos no tradicionales aumentaron en US\$1.927 m (12,7%), por efecto principalmente de la mayor demanda de países de la región como Venezuela (17%) y Ecuador (16%), en los sectores de textiles, industria química y cuero y sus manufacturas. Pese a su desaceleración en el último trimestre del año, las exportaciones al mercado de los Estados Unidos aumentaron 10,5% frente a 2007.

En materia de importaciones de bienes, durante 2008 su valor ascendió a US\$37.556 m, con una variación anual de 20,4% (US\$6.383 m) en comparación con lo observado un año atrás. Según la clasificación internacional de comercio por uso o destino económico (CUODE), del total de las compras externas efectuadas en el periodo de análisis, el 44,2% correspondió a bienes intermedios y materias primas, el 37,1% a bienes de capital, y el 18,7% a importaciones de bienes de consumo. Sobresale la dinámica de los bienes intermedios con un crecimiento anual de 25% (US\$3.173 m)

El déficit del comercio exterior de servicios en 2008 fue superior en US\$522 m al de un año atrás. Cabe anotar que en el valor global del comercio exterior de servicios sobresalen por su participación las actividades relacionadas con transporte, viajes, servicios empresariales y comunicaciones que generan cerca del 90% de los ingresos y los egresos.

Por otra parte, el monto del rubro *renta de los factores* fue superior en US\$2.273 m a lo reportado un año atrás. Esta tendencia se explica, principalmente, por el giro por utilidades y dividendos realizados por empresas extranjeras, en particular por las mayores utilidades obtenidas por empresas multinacionales que exportan petróleo y carbón beneficiadas por sus elevados precios de exportación.

El déficit de la balanza de servicios y el del rubro de renta de los factores se compensó parcialmente con los ingresos netos de transferencias corrientes que ascendieron a US\$5.512 m. Estas transferencias corresponden, principalmente, a ingresos por remesas de trabajadores, que sumaron US\$ 4.842 m, con una variación anual de 7,8% (US\$350 m). Estos recursos representaron el 2% del PIB y el 9,6% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos.

Al cierre de 2008 la cuenta de capital y financiera presentó un superávit de US\$9.551 m, inferior en US\$795 m al obtenido en 2007.

#### b. Cuenta de capital y financiera

Al cierre de 2008 la cuenta de capital y financiera presentó un superávit de US\$9.551 m, inferior en US\$795 m al obtenido en 2007, cuando la economía colombiana recibió flujos de capital por US\$10.347 m (Cuadro 17). Las menores entradas de capital en 2008 se explican principalmente por la reducción de los ingresos por endeudamiento externo neto, que cayeron de US\$2.175 m en 2007 a US\$1.138 m en 2008.

Cuadro 17  
Balanza de pagos de Colombia,  
cuenta de capital y financiera (p)  
(millones de dólares)

	2007 (p)	2008 (p)	Variación en dólares
Cuenta de capital y financiera (A + B + C)	10.347	9.551	(795)
<b>A. Inversión directa (i - ii)</b>	<b>8.136</b>	<b>8.406</b>	<b>270</b>
i. Inversión extranjera en Colombia	9.049	10.564	1.515
ii. Inversión colombiana en el exterior	913	2.158	1.245
<b>B. Endeudamiento externo total</b>	<b>2.175</b>	<b>1.138</b>	<b>(1.036)</b>
i. Sector público (a - b)	2.218	(308)	(2.526)
a. Pasivos	2.900	(11)	(2.912)
Inversión de cartera	597	(1.090)	(1.687)
Préstamos	2.327	1.096	(1.231)
Crédito comercial	(18)	(12)	6
Arrendamiento financiero	(6)	(5)	1
b. Activos	682	296	(386)
ii. Sector privado (a -b)	(43)	1.446	1.489
a. Pasivos	2.459	1.102	(1.357)
Inversión de cartera	1.287	(188)	(1.475)
Préstamos	850	525	(326)
Crédito comercial	205	489	283
Arrendamiento financiero	116	277	161
b. Activos	2.502	(344)	(2.846)
<b>C. Otros flujos de capital</b>	<b>36</b>	<b>7</b>	<b>(29)</b>

p/ preliminar  
Fuente: cálculos del Banco de la República.

En 2008 la estructura de financiación de la cuenta financiera de la balanza de pagos estuvo centrada principalmente en entradas netas de capital asociadas con ingresos por IED de US\$10.564 m.

En 2008 la estructura de financiación de la cuenta financiera de la balanza de pagos estuvo centrada principalmente en entradas netas de capital asociadas con ingresos por IED de US\$10.564 m, que fueron parcialmente compensados por la salida de capitales para constitución de inversiones colombianas directas en el exterior (US\$2.158 m). También se destacaron las operaciones del sector privado relacionadas con adquisición de nueva deuda (US\$1.102 m), por concepto de préstamos, crédito comercial y arrendamiento financiero.

Durante 2008 la IED fue superior en US\$1.515 m a lo observado un año atrás cuando se recibieron US\$9.049 m. Por actividad económica, las principales actividades

receptoras de los recursos del exterior fueron la industria petrolera, carbonera, la actividad financiera, y la del comercio. Los recursos extranjeros también fueron canalizados, aunque en menor medida, hacia las industrias de manufacturas, así como hacia el sector de las telecomunicaciones y del transporte.

En 2008 los flujos de inversión directa dirigidos al sector petrolero representaron el 35% del total de recursos por este concepto (40% en 2007), perdiendo participación frente a la inversión dirigida a los otros sectores, que constituyó el 65% del total (60% en 2007). Por su parte, los colombianos adquirieron participación accionaria en empresas del exterior por US\$ 2.158 m, especialmente en actividades relacionadas con la distribución de combustibles, la exploración petrolera y la industria cementera en algunos países de la región latinoamericana y los Estados Unidos.

En el periodo de análisis, el endeudamiento externo neto de la economía colombiana aumentó en US\$1.138 m, debido a diferentes factores:

*i. El aumento de la posición deudora neta del sector privado (US\$1.446 m), equivalente a mayor deuda externa (US\$1.102 m), y reducción en sus tenencias de activos externos (US\$ 344 m).*

El aumento de los pasivos por deuda externa en cabeza del sector privado estuvo impulsado principalmente por:

- Financiación de importaciones por US\$489 m.
- Por concepto de préstamos de largo plazo se contrató deuda nueva por US\$ 525 m. Estos recursos fueron contratados especialmente para el desarrollo de zonas francas, el mejoramiento de la infraestructura portuaria y la ampliación de la capacidad productiva.
- El otorgamiento de arrendamiento financiero para la modernización y ampliación del servicio de transporte aéreo de pasajeros, principalmente, se tradujo en un crecimiento de los flujos de capital por este concepto de US\$277 m.

*ii. Los activos externos privados se redujeron en US\$ 344 m, debido, principalmente, a la liquidación de inversiones de cartera, explicada en su mayoría por la recomposición del portafolio de inversión de los fondos de pensiones, que disminuyeron sus posiciones en títulos externos a cambio de TES.*

*iii. La disminución de los pasivos externos netos del sector público por US\$308 m. Durante el año pasado, los pasivos por deuda externa pública se redujeron en US\$11 m, en tanto que sus activos aumentaron US\$296 m. La evolución de los pasivos fue el resultado de la contratación de deuda nueva por US\$1.096 m, desembolsos otorgados principalmente por la banca multilateral, compensada por pagos netos de US\$1.090 m por concepto de títulos del Gobierno (TES) y bonos emitidos en los mercados internacionales.*

*El aumento de la deuda externa del sector privado estuvo impulsado, principalmente, por los préstamos de largo plazo, la financiación de importaciones y las operaciones de arrendamiento financiero.*

iv. *Constitución de activos externos por US\$296 m* por parte de las entidades públicas correspondientes en su mayoría a la realización de inversiones, principalmente, por entidades no financieras, en particular Ecopetrol.

**c. Reservas internacionales**

*Al cierre de 2008 el superávit global resultante de las transacciones de balanza de pagos generó una acumulación de reservas internacionales brutas en el Banco de la República por US\$2.638 m.*

Al cierre de 2008 el superávit global resultante de las transacciones de balanza de pagos generó una acumulación de reservas internacionales brutas en el Banco de la República por US\$2.638 m, equivalentes a: compras netas de divisas (US\$2.147 m), rendimiento neto de las reservas internacionales por US\$558 m y otras operaciones del Banco de la República por -US\$68 m. Al considerar también las valorizaciones por precios y tipo de cambio (US\$448 m), la variación de reservas brutas asciende a US\$3.086 m.

**3. El sector externo colombiano y la transmisión de la crisis financiera internacional a la balanza de pagos del país**

Como ya se explicó detalladamente al inicio de este informe, a partir del segundo semestre de 2007, y en forma más pronunciada en el último trimestre de 2008, sobrevino una crisis financiera en los Estados Unidos que se expandió a los mercados financieros de Europa y Asia, contrayendo la liquidez internacional, encareciendo el crédito y reduciendo los niveles de confianza. Como consecuencia, en 2008 y lo corrido de 2009 se ha transmitido la crisis a otros niveles de la actividad económica y un número creciente de países industrializados, frenando el comportamiento alcista de los precios del petróleo, alimentos y otros productos básicos. La menor demanda mundial de estas materias primas básicas y sus bajos precios ha incidido en países productores en Asia y Latinoamérica.

En Colombia los primeros impactos se registraron en las cuentas externas del país, bajo la forma de menores ingresos por operaciones corrientes, especialmente de exportaciones de bienes y de remesas de trabajadores. El déficit corriente de la balanza de pagos pasó de 2,2% del PIB acumulado en el periodo enero-septiembre de 2008 a 2,8% al finalizar dicho año. A su vez, en el último trimestre la economía colombiana accedió a flujos de financiamiento externo menores en un 36% frente a los obtenidos entre junio y septiembre de 2008.

En general, el grado de apertura de una economía determina su nivel de exposición a cambios en el entorno internacional<sup>47</sup>, pero el nivel de vulnerabilidad depende de diversos factores, entre los que sobresalen: i) el carácter de deudor o

*En Colombia los primeros impactos de la crisis financiera internacional se registraron en las cuentas externas del país bajo la forma de menores ingresos por operaciones corrientes.*

---

<sup>47</sup> Cabe señalar que a pesar del alto ritmo de crecimiento registrado en el comercio de bienes entre 2000 y junio de 2008 Colombia no registra, en el contexto latinoamericano, un alto grado de apertura. La relación de exportaciones y de importaciones a PIB en diciembre del presente año fue de 17,8% y 18,5%, respectivamente, cuando en Chile los coeficientes fueron de 44,6% y 31,4%, en Argentina de 21,6% y 19,5% y en México, 28,9% y 29,9%.

*El efecto neto de la crisis económica y financiera a nivel internacional sobre la balanza de pagos de Colombia dependerá de la magnitud del impacto sobre los rubros generadores de ingresos y del acceso a nuevos flujos financieros externos necesarios para atender el ritmo de aumento de los egresos.*

acreedor neto de un país frente al resto del mundo; ii) la sostenibilidad del balance en cuenta corriente; iii) el grado de diversificación por destino de las exportaciones; iv) el carácter de exportador o importador neto de alimentos y de energía; v) la importancia relativa de las remesas y de la IED como mecanismos estables de financiamiento del gasto corriente, vi) la solvencia del sistema financiero; vii) la sostenibilidad de las cuentas fiscales y el nivel de la deuda pública y, viii) los niveles de inflación y de las expectativas inflacionarias.

Dependiendo de la situación de cada país frente a este conjunto de factores, los efectos de la crisis mundial se manifestarán con distinta intensidad. No obstante, en el corto plazo su efecto recae directamente sobre los ingresos externos de las economías (principalmente por la caída en los precios de las materias primas y por menor demanda externa) y el acceso a recursos de financiamiento. Un efecto posterior se registraría sobre los egresos de recursos (importaciones y renta de los factores) y la financiación de largo plazo de la economía.

#### ***b. Posibles impactos inmediatos***

El efecto neto de la crisis económica y financiera a nivel internacional sobre la balanza de pagos de Colombia dependerá de la magnitud del impacto sobre los rubros generadores de ingresos y del acceso a nuevos flujos financieros externos necesarios para atender el ritmo de aumento de los egresos. A nivel de la cuenta corriente los rubros generadores de ingresos más importantes son las exportaciones de bienes y las transferencias corrientes, en particular las remesas de trabajadores.

##### *i. Exportaciones de bienes*

Las exportaciones de bienes son el elemento más vulnerable, ya que están expuestas a los menores precios internacionales de los productos básicos (en especial petróleo), a la menor demanda externa por efecto del menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales (en particular los Estados Unidos y Venezuela), y también a la aplicación de políticas de salvaguardia de balanza de pagos y la imposición de aranceles como por ejemplo, los decretados por parte del Ecuador<sup>48</sup>.

La alta concentración de nuestras exportaciones en mercados y productos constituye un factor que acentúa la vulnerabilidad externa del país. De hecho, cerca de las dos terceras partes del crecimiento total exportador en dólares en 2008 (25,5%), fue explicado por el mayor valor despachado a cuatro países: Venezuela, los Estados Unidos, Ecuador y Perú. Así mismo, a nivel de productos las exportaciones

*Las exportaciones de bienes son el elemento más vulnerable, ya que están expuestas a los menores precios internacionales de los productos básicos y a la menor demanda externa por efecto del menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales.*

---

48 De acuerdo con estimaciones efectuadas por el Ministerio de Comercio Exterior con base en datos de 2007, la medida podría afectar al 35% del total exportado a Ecuador en ese año, e impactaría el 24% del total de las empresas colombianas que venden a ese mercado. Se destaca que su grado de exposición al mercado ecuatoriano es bajo. El establecimiento de cupos es la modalidad que más afectaría a las exportaciones (25% de las ventas a Ecuador en 2007) e impactaría el 22% de las empresas que exportan a Ecuador.

*Los ingresos por transferencias corrientes se han convertido en una fuente importante de ingresos de la cuenta corriente del país, al representar en 2008 el 7,9% de sus ingresos totales.*

tradicionales representan más del 54,6% de las totales, y dentro de éstas, el petróleo representa el 59,5%<sup>49</sup>.

De esta forma, en la medida en que continúen bajos los precios de los bienes primarios y la contracción de la demanda de nuestros principales socios comerciales se mantenga, es probable que los ingresos por ventas externas continúen reportando una tendencia a la baja. La profundidad de este impacto dependerá de la intensidad de la crisis mundial, de su duración, y de la capacidad de diversificación de mercados por parte de los exportadores colombianos, aunque este proceso de ajuste puede darse hacia el mediano plazo.

## *ii. Transferencias corrientes y remesas de trabajadores*

Los ingresos por transferencias corrientes se han convertido en una fuente importante de ingresos de la cuenta corriente del país, al representar en 2008 el 7,9% de sus ingresos totales. Así mismo, es otro de los rubros de alta sensibilidad a cambios en la condiciones económicas de los países receptores de migrantes colombianos. En Colombia ellos están compuestos por remesas de trabajadores (80%) y por transferencias unilaterales de organismos y gobiernos extranjeros para programas como el Plan Colombia y organizaciones sin ánimo de lucro (20%).

Las remesas de trabajadores han sido un elemento de ingresos estables. Sin embargo, desde finales de 2008 su papel se atenuó, ya que los ingresos por este concepto registraron una reducción trimestral anual de 11,6%, cerrando el año con un aumento anual de 9,5% (la mitad del observado en 2007). Esta disminución es el resultado del deterioro económico de los Estados Unidos y España, de donde provienen el 73% del total de las remesas. Para 2009, se prevé una mayor reducción en los ingresos de remesas, dado el permanente aumento de las tasas de desempleo y pérdida de riqueza asociados con la desvalorización de la vivienda en esos países.

A nivel microeconómico se calcula que la reducción del flujo de remesas podría afectar a 2,9% de los hogares colombianos<sup>50</sup>, y su importancia relativa en relación con el ingreso disponible de los hogares, que en 2007 fue del 3%<sup>51</sup>, también será

---

49 Organismos como la Cepal han efectuado análisis comparativos de algunas características de las exportaciones colombianas, como son su grado de sofisticación, el nivel de diversificación por productos y por mercados con respecto de cinco países no latinoamericanos (Corea, España, Irlanda, Malasia y Portugal) y seis países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela). Con base en esta información se concluye que tan solo el 19% de las exportaciones colombianas efectuadas en 2006 involucraron un alto valor agregado, según la metodología de Sanjaya Lall (2000). En términos de la concentración de las exportaciones en tres productos, el ejercicio de la Cepal muestra que un 36% de las ventas externas de Colombia están concentradas en tres productos, mientras que al considerar la concentración de las exportaciones en tres países el coeficiente en el caso de Colombia fue del 57%, revelando una alta vulnerabilidad ante cambios en la demanda de esos países.

50 Censo demográfico del DANE (2005).

51 Cálculos del Emisor con base en información de la balanza de pagos (Banco de la República) y las cuentas nacionales del DANE.

*A nivel microeconómico se calcula que la reducción del flujo de remesas podría afectar a 2,9% de los hogares colombianos, y su importancia relativa en el ingreso disponible de los hogares también será menor.*

menor, impacto que se sentirá de mayor manera en los departamentos del Valle, Antioquia, Cundinamarca (en particular Bogotá), y Risaralda (donde se concentra el 72% de los ingresos de remesas). La devaluación del peso, sin embargo, contribuye a aumentar el poder adquisitivo en pesos de quienes reciben remesas.

Por su parte, los ingresos por transferencias relacionados con las ayudas otorgadas a Colombia por gobiernos y organismos internacionales, así como ONG, sufrirán un retroceso debido a la menor capacidad de gasto de las principales economías de donde provienen estas ayudas.

### *iii. Ingresos por servicios no factoriales*

Este rubro aporta cerca del 8% de los ingresos totales de la cuenta corriente. En orden de importancia, de acuerdo con su participación en el total de ingresos por servicios, se destacan los rubros de viajes (45%), transporte (32%) y otros (23%). Los ingresos generados por la prestación de estos servicios al resto del mundo son altamente dependientes de la evolución de las exportaciones de bienes y de pasajeros y de la actividad turística internacional, que presentan reducciones importantes desde finales de 2008. En el caso de la cuenta de turismo de la balanza, cuyos ingresos se derivan tanto del transporte de pasajeros como de los gastos realizados por estos en Colombia, lo que representa el 6% de los ingresos de la cuenta corriente, cabe esperar una reducción de los ingresos asociados con este servicio, ya que el 60% de los viajeros provienen de los Estados Unidos, Canadá y Europa.

### *iv. Flujos de capital<sup>52</sup>*

El origen financiero de la actual crisis económica mundial ha implicado dificultades para acceder al mercado de crédito, y un pago de tasas de interés más altas.

Estudios recientes<sup>53</sup> encuentran que los choques financieros en América Latina<sup>54</sup>, se han tornado más frecuentes y tienen un mayor impacto sobre el producto interno que los choques de términos de intercambio. En efecto, dichos estudios encuentran que en los periodos de choques negativos de términos del intercambio, el efecto ponderado para el conjunto de la región fue una caída promedio en el gasto interno equivalente al 2,64% del PIB. Por su parte, entre 1980 y 2006, los

---

52 Como flujo financiero internacional se entiende el ingreso de nuevos capitales bajo la modalidad de inversión extranjera directa o de portafolio, como también el otorgamiento de crédito externo por parte de la banca o los organismos internacionales de crédito.

53 Véase Daniel Titelman, Esteban Pérez, Rodolfo Minzer, “Comparación de la dinámica e impactos de los choques financieros y de términos del intercambio en América Latina en el periodo 1980-2006”, Cepal, junio de 2008.

54 El método consiste en desagregar los flujos financieros y los términos de intercambio en un componente tendencial y otro cíclico, y construir, para cada país, intervalos de confianza de las desviaciones del ciclo en relación con la tendencia.

*El menor nivel de endeudamiento externo se convierte en una ventaja en coyunturas externas caracterizadas por la escasez de recursos y una alta devaluación, ya que el servicio de la deuda externa se encarece y es un elemento adicional de presión sobre la tasa de cambio.*

choques financieros negativos implicaron una caída relativa en el gasto interno, del orden del 6,99% del PIB (promedio ponderado). Las economías más grandes de la región, tales como Argentina, Brasil y Chile, registraron choques que fluctuaron entre el 2% y el 9%, mientras que Colombia ha exhibido, en promedio, choques equivalentes al 3% del PIB.

Se debe destacar que, a diferencia de los años noventa, en Colombia recientemente las principales fuentes de financiación del déficit de la cuenta corriente han sido los flujos de inversión directa (IED) y, en menor cuantía, el crédito externo y los flujos de inversión de portafolio. De acuerdo con la posición de inversión internacional, a comienzos de la actual década la contratación de créditos externos fue la principal fuente de financiación externa, con el 56% del total de los pasivos, en tanto que los aportes de capital por IED representaron el 26% del total. Gradualmente esta última participación aumentó, y en 2008 la deuda con inversionistas extranjeros directos (IED) es el principal componente de los pasivos externos de la economía colombiana con el 58% del total.

El menor nivel de endeudamiento externo se convierte en una ventaja en coyunturas externas caracterizadas por la escasez de recursos y una alta devaluación, ya que el servicio de la deuda externa se encarece y es un elemento adicional de presión sobre la tasa de cambio. Por su parte, los saldos de inversión directa medidos en dólares pierden valor en coyunturas de depreciación, y la remisión de utilidades decrece a medida que cae la generación interna de ganancias por efecto de un menor ritmo de actividad económica, con lo cual se alivia el déficit corriente de la balanza de pagos.

#### a) Inversión extranjera

*Debe destacarse que en los últimos años los recursos de IED que han ingresado al país han estado asociados con proyectos de infraestructura, en especial en los sectores de petróleo y minería, así como en los sectores de comunicaciones y de comercio, los cuales aún no culminan.*

Al iniciar la década, el flujo de IED representó el 2,6% del PIB, situación que cambió drásticamente entre 2004 y 2007, cuando el coeficiente de inversión directa a PIB se elevó hasta 7,1%. De acuerdo con datos de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad, por su sigla en inglés), pese a que entre 2004 y 2006 el flujo acumulado de IED en Colombia alcanzó un promedio superior al de América Latina (30% del PIB en 2006) y estuvo próximo a los niveles de países como Costa Rica (31,7% del PIB) y Tailandia (33% del PIB), su nivel es aún bajo en relación con las economías receptoras de Europa y Asia, y de países exitosos en la atracción de IED en la región como Chile. Debe destacarse que en los últimos años los recursos de IED que han ingresado al país han estado asociados con proyectos de infraestructura, en especial en los sectores de petróleo y minería, así como en los sectores de comunicaciones y de comercio, los cuales aún no culminan. Es de esperar que los recursos necesarios para financiar estos proyectos fueron apropiados oportunamente por las filiales en Colombia sobre sus casas matrices, con lo cual no se observarían descensos muy acentuados en los flujos de estos recursos de IED, al menos en el presente año.

*En la presente década el crédito externo ha sido la segunda fuente de financiación del déficit corriente de la balanza de pagos y su importancia ha disminuido desde el año 2000.*

A diferencia de la IED, que responde más a factores de carácter estructural<sup>55</sup>, los flujos de inversión de cartera se rigen principalmente por factores de rentabilidad y de riesgo en el corto plazo. Así, a mayor rentabilidad externa frente a la interna se desincentiva la inversión de portafolio en el país. Dado que en Colombia las inversiones de portafolio por parte de inversionistas del exterior se concentran principalmente en títulos de corto plazo, principalmente inversiones en renta fija (TES), el riesgo de salidas importantes de capital relacionadas con su liquidación no es alto, ya que su valor a diciembre de 2008 no superó los US\$1.500 m. Un riesgo adicional sobre salidas para inversiones de portafolio en el exterior provendría de los colombianos que decidan recomponer sus portafolios en favor de inversiones en moneda extranjera. Sin embargo, los principales agentes en ese mercado son los fondos de pensiones, los cuales tienen límites a la inversión en activos externos de acuerdo con las normas de la Superintendencia Financiera.

#### b) Deuda externa

En la presente década el crédito externo ha sido la segunda fuente de financiación del déficit corriente de la balanza de pagos y su importancia ha disminuido desde el año 2000. En 2008 su participación se redujo a cerca del 28% del total, alcanzando US\$42.063 m (17,3% del PIB). Cabe anotar que en el caso del sector privado la reducción del volumen de la deuda se ha venido observando desde el segundo semestre de 2007, como respuesta entre otros factores, a la imposición de controles al endeudamiento externo y la inversión de portafolio establecidos por el Banco de la República y el Gobierno en mayo de 2007.

La deuda externa recae principalmente en el sector público (US\$25.101 m, es decir 60%) y en menor proporción, en el sector privado (US\$16.962 m, 40%), para el cual el 87,8% corresponde a plazo superior a un año. Dada la política de financiamiento anticipado del servicio de la deuda externa pública a cargo del gobierno que ha sido aplicada por Colombia en los últimos años, el acceso a estos recursos requeridos en 2009 se llevó a cabo en enero de este año, por lo que se espera que el fenómeno de contracción del crédito externo por efecto de la crisis financiera internacional no afecte al financiamiento del sector público para el presente año.

Desde la perspectiva de los pasivos externos, y teniendo en cuenta la estructura de la deuda externa por plazos y por tipo de acreedor, el mayor grado de vulnerabilidad en acceso a nuevo crédito lo enfrentaría el sector real de la economía, que tendría que recurrir a créditos comerciales escasos y más costosos. Adicionalmente, la deuda del sector privado, al estar denominada principalmente en dólares, enfrentaría un encarecimiento de su servicio ante una mayor devaluación.

*La deuda externa recae principalmente en el sector público y en menor proporción en el sector privado*

---

55 Los factores que determinan los flujos internacionales de capital pueden agruparse en cuatro categorías: i) la coyuntura económica mundial, regional y de la economía donde se originan los flujos; ii) los factores que influyen en la decisión de invertir, tales como la dotación de factores, la disponibilidad de tecnología, el tamaño del mercado, las preferencias de los consumidores, la diferenciación de productos y eventuales economías de escala; iii) la capacidad competitiva de un país para atraer inversión extranjera, y iv) las políticas públicas y los incentivos que proveen las economías receptoras.

*Al considerar la relación de amortizaciones de deuda a reservas internacionales se observa que su valor es superior a 2, lo que indica que hay amplia cobertura de dicho servicio en términos de activos convertibles.*

No obstante, al considerar la relación de amortizaciones de deuda a reservas internacionales se observa que su valor es superior a 2, lo que indica que hay amplia cobertura de dicho servicio en términos de activos convertibles. Sin embargo, la valoración de la exposición real del sector privado no financiero a cambios en el contexto internacional y a un mayor ritmo de devaluación requiere considerar el posible cubrimiento de estos riesgos mediante la tenencia de activos externos y la realización de operaciones de cobertura de riesgo cambiario. Un análisis más detallado de éste fenómeno se presenta en el Recuadro 2 (p. 110).

c) Otros flujos de capital y variación de reservas internacionales

En coyunturas de crisis externas, caracterizadas por un aumento de la percepción del riesgo es posible que aumente la preferencia por activos denominados en moneda extranjera, lo que origina la liquidación de posiciones en moneda local.

En el último trimestre de 2008 el saldo de las reservas internacionales brutas en poder del Banco de la República ascendió a US\$23.672 m, lo que representa 7,6 meses de importaciones, 0,3 veces el saldo de M3, 3,7 veces el déficit en cuenta corriente, y 2,37 veces el valor mensual de las amortizaciones de la deuda externa. El valor de estos indicadores refleja que Colombia cuenta con reservas internacionales suficientes para enfrentar una eventual crisis de liquidez externa de corto plazo.

En 2008 la existencia de un alto nivel de reservas internacionales y de bajos descalces cambiarios han permitido que la presión de demanda por divisas se ajuste a través del precio, es decir, mediante devaluación de la tasa de cambio, y no tanto por medio de cantidades (pérdida de reservas). En efecto, las ventas de reservas internacionales efectuadas entre octubre y diciembre de 2008, una vez se registraron los mayores síntomas de las crisis financiera internacional, fueron tan solo de US\$234,6 m, valor inferior a la realizada por varios países de la región. En el mismo periodo México efectuó ventas de reservas por US\$15.200 m (7,6% del total de reservas) y Brasil lo hizo por un monto de US\$23.100 m (12% del total de reservas).

*En 2008 la existencia de un alto nivel de reservas internacionales y de bajos descalces cambiarios han permitido que la presión de demanda por divisas se ajuste a través del precio, es decir, mediante devaluación de la tasa de cambio.*

**c. Posibles impactos posteriores**

Como se señaló, existe un segundo grupo de variables que se ajustarán como respuesta a la intensidad y duración de la crisis internacional y del impacto que ésta tenga sobre el ritmo de la actividad interna. Este es el caso de las importaciones de bienes, cuyos determinantes principales son el crecimiento de la demanda interna y el nivel de la tasa de cambio. Por ello, de mantenerse la desaceleración en el crecimiento económico colombiano y un mayor ritmo de devaluación del peso frente al dólar, menor será la demanda por bienes importados.

Otro rubro de la cuenta corriente que presenta una alta sensibilidad al comportamiento de la economía local y de los precios internacionales de las materias primas,

*En conclusión, el posible impacto de la actual crisis financiera internacional sobre la economía colombiana se reflejaría en el corto plazo en menores ingresos externos, principalmente por concepto de exportaciones y remesas de trabajadores.*

*Los efectos posteriores dependerán en buena medida de la duración y profundidad del impacto de la crisis y de las medidas de ajuste que adopte el conjunto de la economía.*

como el carbón el petróleo y el ferróníquel son las utilidades de las empresas receptoras de IED, las que en caso de caer aliviarán la presión sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos, al presentarse menores giros por remisión y reinversión de utilidades.

Cabe señalar que no es claro el efecto que tendría el aumento de las tasas de interés externas sobre los pago de intereses por deuda externa, ya que aunque las condiciones financieras de los nuevos créditos serían más costosas, su impacto sobre el flujo de intereses dependería de la importancia relativa de las nuevas contrataciones sobre el saldo total de la deuda y de la forma como evolucione dicho saldo, que podría incluso disminuir en caso de que no se logre un acceso importante a nuevos créditos.

En conclusión, el posible impacto de la actual crisis financiera internacional sobre la economía colombiana se reflejaría en el corto plazo en menores ingresos externos, principalmente por concepto de exportaciones y remesas de trabajadores, debido a la caída en los precios de exportación de los productos básicos, la reducción de su demanda externa y al incremento del desempleo en los Estados Unidos y España.

Así mismo, la incertidumbre y los desequilibrios financieros mundiales podrían limitar el acceso a la financiación externa de la economía, aunque a la fecha ello no se ha manifestado claramente. Posiblemente resultaría más costoso el uso de dicho mecanismo, especialmente para todas las operaciones de alto valor asociadas con préstamos de la banca internacional con destino al sector privado.

Los efectos posteriores dependerán en buena medida de la duración y profundidad del impacto de la crisis y de las medidas de ajuste que adopte el conjunto de la economía. En una perspectiva de más largo plazo, la actividad económica podría observar menores tasas de crecimiento del producto, afectando principalmente los pagos al exterior por concepto de importaciones de bienes y servicios, así como el giro de utilidades de las empresas con capital extranjero a sus casas matrices en el exterior.

#### **4. Perspectivas de la balanza de pagos para 2009**

Teniendo en cuenta todo lo expuesto, este numeral presenta la proyección de la balanza de pagos del país para 2009 y la evaluación de los indicadores de vulnerabilidad externa y su comparación internacional.

Para el año 2009 el Banco de la República calcula que el déficit en cuenta corriente podría ser cercano a US\$7.715 m (3,6% del PIB), explicado por un significativo desbalance comercial. La cuenta de bienes pasaría de un superávit de US\$990 m (0,4% del PIB) en 2008 a un déficit de US\$2.142 m (-1,0% del PIB) en 2009. Este mayor déficit se originaría no sólo por el deterioro de los términos de intercambio, en particular las cotizaciones internacionales de los precios de productos como el crudo, carbón, y café, entre otros, sino también por la menor demanda de nuestras exportaciones no tradicionales por parte de Venezuela, los Estados Unidos, Ecuador y la Unión Europea (Cuadro 18). Si bien se calcula un descenso importante en

Cuadro 18  
Balanza de pagos de Colombia

	2006 (pr)	2007 (pr)	2008 (pro)	2009 (proy)	2006 (pr)	2007 (pr)	2008 (pro)	2009 (proy)
	(millones de dólares)				(como porcentaje del PIB)			
<b>I. Cuenta corriente</b>	<b>(2.983)</b>	<b>(5.837)</b>	<b>(6.765)</b>	<b>(7.715)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(3,6)</b>
<b>A. Bienes y servicios no factoriales</b>	<b>(1.797)</b>	<b>(3.203)</b>	<b>(2.139)</b>	<b>(4.964)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,3)</b>
1. Bienes	322	(596)	990	(2.142)	0,2	(0,3)	0,4	(1,0)
2. Servicios no factoriales	(2.119)	(2.607)	(3.129)	(2.822)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)
B. Renta de los factores	(5.929)	(7.865)	(10.121)	(7.341)	(3,6)	(3,8)	(4,2)	(3,5)
C. Transferencias	4.743	5.231	5.495	4.590	2,9	(2,5)	2,3	2,2
<b>II. Cuenta de capital y financiera</b>	<b>2.890</b>	<b>10.347</b>	<b>9.551</b>	<b>7.310</b>	<b>1,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales <sup>a/</sup>	3.275	8.128	9.216	4.034	2,0	3,9	3,8	1,9
B. Sector público <sup>b/</sup>	(385)	2.218	336	3.276	(0,2)	1,1	0,1	1,5
<b>III. Errores y omisiones</b>	<b>115</b>	<b>204</b>	<b>(149)</b>	<b>0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,0</b>
<b>IV. Variación de las reservas internacionales brutas</b>	<b>23</b>	<b>4.714</b>	<b>2.638</b>	<b>(405)</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,1</b>	<b>(0,2)</b>

(pr) preliminar; (pro) provisional; (proy) proyectado.

a/ Considera los flujos netos de inversión extranjera directa, de cartera y las operaciones de endeudamiento externo neto.

b/ A partir de año 2008 no incluye operaciones de Ecopetrol.

Fuente: Banco de la República.

las importaciones totales del país (17%), éste no alcanzaría a compensar la caída proyectada en las exportaciones totales (25%).

De otro lado, se proyecta que el rubro renta de los factores sea menos deficitario en cerca de US\$2.800 m que en 2008 (reflejando así el menor giro de utilidades por parte de las empresas extranjeras que operan en el país). Por otra parte, como se explicó en la sección anterior, en el caso de las transferencias corrientes se proyecta una reducción cercana al 15%, principalmente, en su componente de remesas de trabajadores como resultado del deterioro de las condiciones económicas de los Estados Unidos y España, principales receptores de inmigrantes colombianos.

Si bien es claro que la crisis financiera internacional ha generado problemas de liquidez y de acceso al financiamiento externo que limitan los flujos de capital hacia las economías en desarrollo, aún existe un alto grado de incertidumbre sobre su verdadero impacto en la economía colombiana. De hecho, a la fecha Colombia no ha experimentado dificultades en el acceso a los mercados financieros internacionales. De acuerdo con la proyección del Banco, el déficit en cuenta corriente proyectado para 2009 estaría financiado en parte, con los recursos de crédito externo contratados por el sector público, que ascenderán a US\$3.276 m y que serán suministrados en gran parte por la banca multilateral. De otro lado, se calcula que, en términos netos, los recursos que recibirá el sector privado podrían ascender a US\$4.034 m, los cuales incluyen flujos de inversión extranjera hacia proyectos en sectores como el de petróleo, carbón, comercio y comunicaciones, entre otros. De igual forma, también incluyen decisiones de inversión de empresas colombianas en diversos proyectos en el exterior.

*La estrategia de acumulación de reservas internacionales adoptada por el Banco reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital del país, también para reducir la probabilidad de un mayor contagio de crisis externas.*

El cálculo de la variación de las reservas internacionales brutas para 2009 considera, además de su rendimiento, el traslado de utilidades al Gobierno por US\$320,4 m y las ventas de divisas al mercado a través del mecanismo de subastas en lo corrido del año, a febrero de 2009.

## **5. Indicadores de vulnerabilidad externa**

La estrategia de acumulación de reservas internacionales adoptada por el Banco reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital del país, las cuales pueden ser provocadas por factores como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis financieras en países vecinos. En este contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales también sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, para reducir la probabilidad de un mayor contagio de crisis externas.

Para determinar si las reservas internacionales de un país son suficientes para prevenir y combatir choques externos, se utilizan varios indicadores de vulnerabilidad externa. Las medidas más importantes son la razón entre reservas internacionales y agregados monetarios y la razón entre reservas y los pagos de deuda durante los siguientes doce meses. Al comparar las reservas con agregados monetarios, tales como M2 o M3, se busca establecer la capacidad de la economía para responder a salidas de capital provocadas por un ataque especulativo. Por su parte, el indicador de reservas sobre deuda externa de corto plazo, el cual tiene presente el déficit de la cuenta corriente, indica la capacidad del país de responder a sus obligaciones crediticias con el resto del mundo en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso a la financiación internacional. En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos indicadores pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

El Cuadro 19 presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas durante 2003 a 2008 para el caso colombiano. Los indicadores de los grupos A y B se ubican por encima de 1, nivel recomendado por el FMI. También puede observarse que todos los indicadores de estos grupos han presentado una mejora sustancial en el periodo. De otro lado, las razones del grupo C se han mantenido estables y están en niveles adecuados. Particularmente, la relación reservas netas sobre meses de importaciones de bienes, una de las medidas más usadas, se mantiene cerca de ocho meses.

*Las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, muestra que Colombia tiene una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú*

Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a otros países de la región, se observa que el cociente de reservas sobre PIB se sitúa en un nivel intermedio, cerca de Brasil, México y Chile (Gráfico 54). Se destaca el crecimiento y nivel de esta relación para Perú, en donde los bancos pueden captar depósitos en dólares y el encaje se contabiliza como reservas.

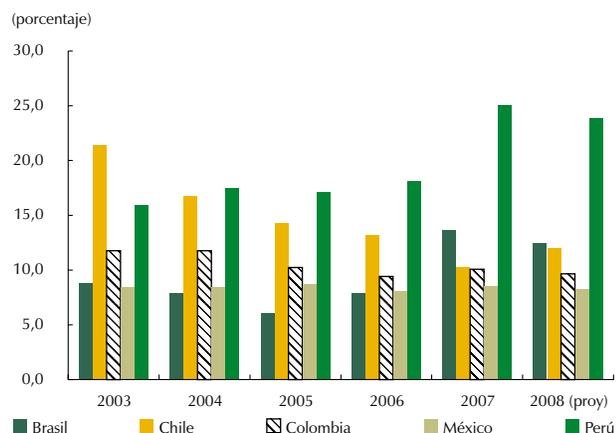
Otro indicador de liquidez internacional, como las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, muestra que Colombia tiene una posición relativa superior a la

Cuadro 19  
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (pr)	2009 (proy)
<b>Saldo</b>							
<b>Reservas internacionales netas (millones de dólares)</b>	10.916	13.536	14.947	15.436	20.949	24.030	23.624
<b>Indicadores</b>							
<b>A. Indicador de amortizaciones de deuda externa</b>							
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	10.068	8.688	13.068	13.189	10.237	10.203	12.080
Reservas netas/amortizaciones deuda externa del año en curso	1,08	1,56	1,14	1,17	2,05	2,36	1,96
Reservas netas/amortizaciones deuda externa del siguiente año	1,26	1,04	1,13	1,51	2,05	1,99	1,87
<b>B. Posición adecuada de liquidez externa</b>							
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	0,87	1,21	0,93	0,96	1,56	1,79	1,54
RIN/(servicio de deuda año siguiente)	0,98	0,85	0,93	1,15	1,56	1,57	1,49
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	0,99	1,41	1,00	0,95	1,30	1,42	1,19
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	1,14	0,91	0,92	0,96	1,23	1,21	1,30
<b>C. Otros indicadores de reservas internacionales</b>							
RIN como meses de importaciones de bienes	9,9	10,2	8,9	7,5	8,1	7,7	9,1
RIN/M3 (porcentaje)	36,3	33,1	30,1	26,1	27,0	29,2	28,8
RIN/PIB <sup>a/</sup>	11,9	11,9	10,3	9,5	10,1	10,0	11,1

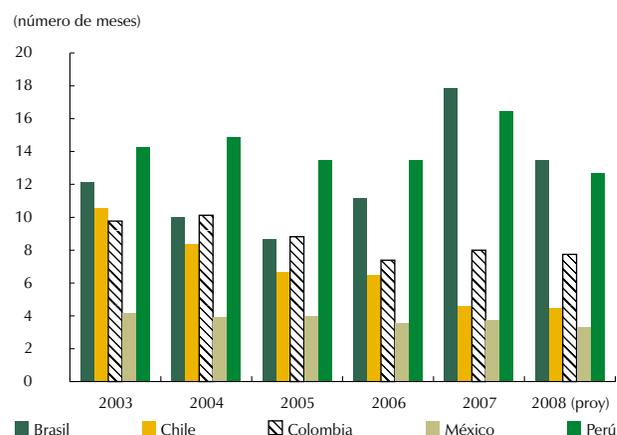
(pr) preliminar; (proy) proyectado.  
a/ El PIB en dólares para el año 2008 corresponde a una estimación.  
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 54  
Reservas internacionales/PIB



(proy) proyectado.  
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit y Banco de la República.

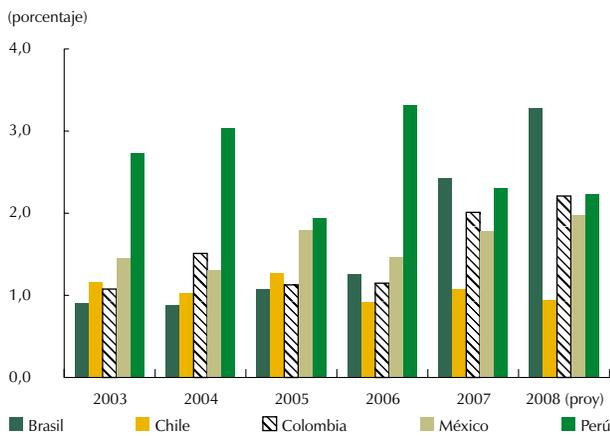
Gráfico 55  
Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



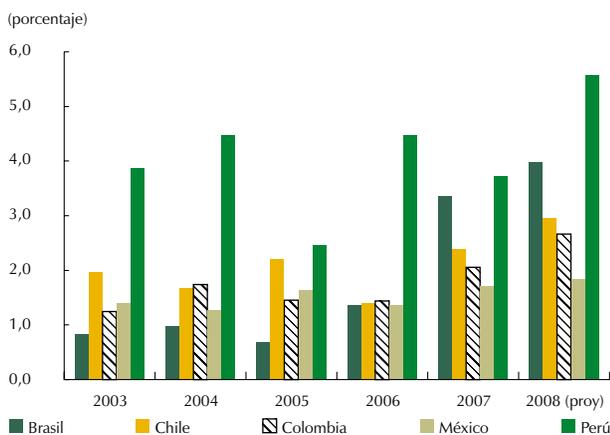
(proy) proyectado.  
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit y Banco de la República.

Gráfico 56

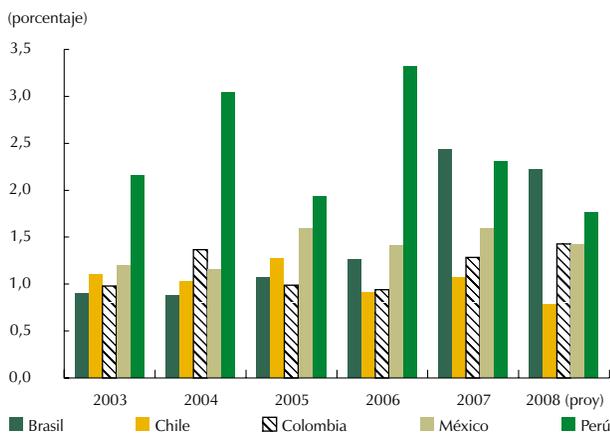
A. Reservas internacionales/amortizaciones



B. Reservas internacionales/servicio de la deuda externa



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



(proy) proyectado.  
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit y Banco de la República.

de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 55).

En las relaciones de reservas internacionales a servicio de deuda y a déficit de cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra indicadores superiores a los de Chile y México, e inferiores a los de Perú y Brasil (Gráfico 56).

## F. POLÍTICA FISCAL

### 1. Resultados fiscales de 2008

Al finalizar 2008 el sector público consolidado contabilizó un déficit fiscal por \$678 mm (0,1% del PIB), que es inferior a la meta establecida por el Gobierno (0,8% del PIB). En términos generales, este resultado es producto de un déficit por 2,3% del PIB en las finanzas del Gobierno nacional central (GNC), el cual se compensa con un superávit por 2,4% del PIB en las operaciones fiscales del sector público descentralizado. El Banco de la República y el Fogafin registraron un balance fiscal superavitario por 0,3% y 0,1% del PIB, respectivamente. Los costos de la reestructuración del sistema financiero ascendieron a 0,3% del PIB (Cuadro 20).

Las finanzas del GNC registraron un déficit de \$11.067 mm (2,3%) del PIB, nivel similar al valor observado en 2007. Los ingresos totales aumentaron 16,0%, y dentro de estos los tributarios crecieron 11,2%. El IVA interno y el impuesto al patrimonio fueron los tributos más dinámicos, con incrementos de 18% y de 173,3%, respectivamente. El recaudo de este último impuesto estuvo impulsado por la cancelación de tres cuotas, debido al aplazamiento de uno de los pagos correspondientes al año 2007. El impuesto de renta registró un crecimiento de 1,8%, en gran parte como consecuencia de la reducción de su tarifa y la utilización de diversos beneficios por parte de los contribuyentes. Los recursos de capital aumentaron 58,3% gracias a la transferencia proveniente del FAEP, que ascendió a \$2.226 mm, así como al pago de los dividendos de Ecopetrol que contabilizaron \$4.177 mm (Cuadro 21).

Los gastos totales del GNC ascendieron a \$86.131 mm, con un crecimiento de 12,9%. Mientras que los gastos por funcionamiento e inversión aumentaron 11,1% y

Al finalizar 2008 el sector público consolidado contabilizó un déficit fiscal por \$678 mm (0,1% del PIB), que es inferior a la meta establecida por el Gobierno (0,8% del PIB).

Cuadro 20  
Sector público consolidado  
Balance fiscal de 2007 y 2008

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2007	2008 (pr)	2007	2008 (pr)
<b>A. Total sector público no financiero (SPNF) (1+2)</b>	<b>(4.322)</b>	<b>130</b>	<b>(1,0)</b>	<b>0,0</b>
<b>1. Gobierno nacional <sup>1/</sup></b>	<b>(11.613)</b>	<b>(11.067)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(2,3)</b>
<b>2. Subtotal sector descentralizado <sup>2/</sup></b>	<b>7.291</b>	<b>11.197</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>
Eléctrico	427	302	0,1	0,1
Emcali	180	33	0,0	0,0
EPM	96	(93)	0,0	(0,0)
FAEP	691	(1.907)	0,2	(0,4)
Resto de entidades	419	2.521	0,1	0,5
Seguridad social	6.368	5.140	1,5	1,1
Regional y local	(891)	5.201	(0,2)	1,1
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	1.641	1.306	0,4	0,3
C. Balance de Fogafin	318	502	0,1	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.161)	(1.270)	(0,3)	(0,3)
E. Ajustes	809	(1.345)	0,2	(0,3)
<b>F. Total sector público consolidado (A+ B + C + D + E)</b>	<b>(2.714)</b>	<b>(678)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,1)</b>

(pr) preliminar

1/ La deuda flotante no incluye el cambio en las reservas presupuestales.

2/ No se incluyen los balances de Ecopetrol ni de Isagen.

Nota: déficit (-) o superávit (+)

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El IVA interno y el impuesto al patrimonio fueron los tributos más dinámicos, con incrementos de 18% y de 173,3%, respectivamente.

25,5%, los giros por intereses de la deuda descendieron 7,3%. Dentro de las erogaciones por funcionamiento, los gastos de personal crecieron 11,9% y las transferencias 12,6%. El comportamiento de este último rubro estuvo influenciado por el Sistema General de Participaciones (SGP), que ascendió a \$18.814, y por los giros para el pago de pensiones, que alcanzaron \$16.644 mm, incluyendo una transferencia por \$5.785 mm en favor del Instituto de los Seguros Sociales (ISS). Los pagos de inversión, que ascendieron a \$10.437 mm, estuvieron orientados a la adquisición de equipo militar y a la ejecución de proyectos de infraestructura y desarrollo social.

El déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración del sistema financiero, ascendió a \$12.338 mm durante el año. Su financiamiento se realizó mediante la utilización de los recursos de crédito, el traslado de utilidades del Banco de la República, y la privatización de algunas entidades y empresas. El endeudamiento interno neto alcanzó \$7.026 mm, producto de desembolsos por \$22.852 mm y amortizaciones por \$15.826 mm. Por su parte, el endeudamiento externo neto ascendió a \$2.502 mm, con desembolsos por \$5.866 mm y amortizaciones por \$3.364 mm. Los recursos por privatizaciones alcanzaron \$2.052 mm, cuyo origen proviene de la venta del Banco Popular y de las electrificadoras de Caldas y del Quindío, principalmente. Finalmente, la transferencia de utilidades del Banco de la República ascendió a \$1.415 mm. Con las operaciones de financiamiento descritas, el saldo

El impuesto de renta registró un crecimiento de 1,8%, en gran parte como consecuencia de la reducción de su tarifa y la utilización de diversos beneficios por parte de los contribuyentes.

Los pagos de inversión, que ascendieron a \$10.437 mm, estuvieron orientados a la adquisición de equipo militar y a la ejecución de proyectos de infraestructura y desarrollo social.

Cuadro 21  
Gobierno nacional central, balance fiscal de 2007 y 2008  
(miles de millones de pesos)

	2007	2008 (pr)	Crecimiento 2007-2008
<b>I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)</b>	<b>64.705</b>	<b>75.064</b>	<b>16,0</b>
A. Tributarios	57.866	64.349	11,2
Renta	24.770	25.217	1,8
IVA interno	14.897	17.650	18,5
IVA externo	8.481	9.414	11,0
Gravamen	4.260	4.292	0,8
Gasolina	1.212	1.288	6,3
Gravamen a los movimientos financieros	2.990	3.200	7,0
Patrimonio	1.171	3.200	173,3
Otros	86	89	2,9
B. No tributarios	383	649	69,5
C. Fondos especiales	637	894	40,4
D. Recursos de capital	5.781	9.154	58,3
Rendimientos financieros	627	851	35,9
Excedentes financieros	4.565	5.398	18,2
Otros	589	2.905	392,9
E. Ingresos causados	38	17	(56,0)
<b>II. Gastos totales (A + B + C + D + E) <sup>a/</sup></b>	<b>76.318</b>	<b>86.131</b>	<b>12,9</b>
A. Intereses	15.016	13.923	(7,3)
Externos	3.859	3.662	(5,1)
Internos	11.158	10.261	(8,0)
B. Funcionamiento	53.411	59.345	11,1
Servicios personales	8.780	9.822	11,9
Gastos generales	3.911	3.674	(6,1)
Transferencias	40.719	45.849	12,6
C. Inversión	8.316	10.437	25,5
D. Préstamo neto	257	171	(33,4)
E. Pagos causados	(682)	2.255	(430,6)
<b>III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) <sup>b/</sup></b>	<b>(11.613)</b>	<b>(11.067)</b>	<b>(4,7)</b>
Costo de reestructuración financiera	1.161	1.270	9,4
<b>IV. Financiamiento (A + B + C + D + E)</b>	<b>12.774</b>	<b>12.338</b>	<b>(3,4)</b>
A. Crédito externo neto	(875)	2.502	(385,9)
Desembolsos	2.503	5.866	134,4
Amortizaciones	3.378	3.364	(0,4)
B. Crédito interno neto	1.463	7.026	380,1
Desembolsos	18.579	22.852	23,0
Amortizaciones	17.115	15.826	(7,5)
C. Utilidades del Banco de la República	1.186	1.415	19,3
D. Privatizaciones	2.579	2.052	(20,4)
E. Otros	6.483	(636)	(109,8)
<b>V. Déficit como porcentaje del PIB</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(2,3)</b>	

(pr) preliminar.

a/ La deuda flotante no incluye el cambio en las reservas presupuestales.

b/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

*Para el año 2009 la meta de déficit fiscal del sector público consolidado se estableció en 1,8% del PIB. Este porcentaje se definió teniendo en cuenta los factores adversos asociados con la crisis económica internacional y la necesidad de mantener una política moderadamente contracíclica que no comprometa la sostenibilidad de la deuda pública*

*Las rentas de capital registrarán un incremento de 21,8%, gracias a la transferencia de recursos del FAEP por US\$394 m y al traslado de utilidades de Ecopetrol, que se estima en \$8.000 mm durante el año.*

de la deuda bruta del GNC se situó al final de 2008 en 35,7% del PIB, porcentaje similar al observado en 2007 (35,9% del PIB).

Con relación al sector público descentralizado es necesario destacar el desempeño de la seguridad social, que generó un superávit de 1,1% del PIB, y el comportamiento del sector público regional y local que también generó un balance superavitario por 1,1% del PIB. Sobre este último sector, se advierte la acumulación de excedentes en el sistema financiero, lo cual puede sugerir un rezago en la ejecución de proyectos de inversión territorial y la generación de rentas extraordinarias que provienen de regalías por extracción de crudo.

## **2. El plan financiero para 2009**

Para el año 2009 la meta de déficit fiscal del sector público consolidado se estableció en 1,8% del PIB<sup>56</sup>. Este porcentaje se definió teniendo en cuenta los factores adversos asociados con la crisis económica internacional y la necesidad de mantener una política moderadamente contracíclica que no comprometa la sostenibilidad de la deuda pública. Frente al marco fiscal de mediano plazo, presentado a mediados del año anterior, la meta anunciada significa la ampliación del déficit en aproximadamente 0,6% del producto, especialmente por el menor dinamismo esperado en los recaudos por impuestos nacionales. Desde el punto de vista sectorial, se estima un déficit de 3,2% del PIB para el GNC y un superávit de 1,2% del PIB para el sector descentralizado. Los costos de reestructuración financiera alcanzarán 0,2% del PIB y el Banco de la República y el Fogafin registrarán un balance superavitario por 0,2% y 0,1% del PIB, respectivamente<sup>57</sup> (Cuadro 22).

Las finanzas del GNC contabilizarán un aumento de 10,8% en los ingresos y de 15,4% en los gastos. Los recaudos por impuestos aumentarán 9,9%, con un crecimiento estimado de 14,7% en renta y de 12,3% en ventas internas. El aumento del impuesto de renta está ligado al buen desempeño de la actividad petrolera en 2008 y fundamentalmente a un mayor pago de este tributo por parte de Ecopetrol. Así mismo, las rentas de capital registrarán un incremento de 21,8%, gracias a la transferencia de recursos del FAEP por US\$394 m y al traslado de utilidades de Ecopetrol, que se estima en \$8.000 mm durante el año.

Los gastos del GNC que se proyectan para 2009 registran un crecimiento de 6,1% en intereses y de 22,4% en funcionamiento. Por el lado del funcionamiento, los gastos de personal aumentarán 13,5% y las transferencias 26,2%. Dentro este último rubro, el SGP alcanzará \$21.354 mm con un crecimiento de 13,6%, y el giro para pensiones ascenderá a \$20.403 mm, con un aumento de 22,6%. Es importante anotar que

---

56 El plan financiero de 2009 fue presentado en el Documento de Asesores Confis 03 de febrero 16 de 2009. Al momento de presentar este Informe al Congreso, el Gobierno anunció un aumento en la meta del déficit fiscal consolidado a 2,3% del PIB.

57 El superávit proyectado para el Banco de la República corresponde a un cálculo del Ministerio de Hacienda elaborado en enero de 2009 que no coincide con la proyección del Emisor.

Cuadro 22  
Sector público consolidado, balance fiscal de 2008 y 2009

	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2008	2009 (p)	2008	2009 (p)
<b>A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)</b>	<b>130</b>	<b>(10.217)</b>	<b>0,0</b>	<b>(2,0)</b>
<b>1. Gobierno nacional</b>	<b>(11.067)</b>	<b>(16.299)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(3,2)</b>
<b>2. Subtotal sector descentralizado</b>	<b>11.197</b>	<b>6.082</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>
Eléctrico	302	231	0,1	0,0
Emcali	33	257	0,0	0,0
EPM	(93)	(61)	0,0	0,0
FAEP	(1.907)	(845)	(0,4)	(0,2)
Resto de entidades	2.521	1.197	0,5	0,2
Seguridad social	5.140	4.484	1,1	0,9
Regional y local	5.201	819	1,1	0,2
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República <sup>a/</sup>	1.306	1.129	0,3	0,2
C. Balance de Fogafin	502	650	0,1	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.270)	(1.085)	(0,3)	(0,2)
E. Ajustes	(1.345)	0	(0,3)	0,0
<b>F. Total sector público consolidado (A+ B + C + D + E)</b>	<b>(678)</b>	<b>(9.523)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(1,8)</b>

(p) proyección.

a/ Esta cifra corresponde a una proyección del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Nota: déficit (-) o superávit (+)

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

la transferencia de la Nación en favor del Instituto de los Seguros Sociales (ISS), la cual se realiza para atender el pago de pensiones, ascenderá a \$7.400 mm. Dentro de los gastos por transferencias se incluye una partida por \$5.100 mm para atender el costo del subsidio a los combustibles generado durante 2008. Los gastos de inversión, cuyo monto asciende a \$10.375 mm, se destinarán primordialmente a la adquisición de equipo militar y a la ejecución de proyectos de infraestructura.

El financiamiento del déficit del GNC recaerá sobre los recursos del crédito y las operaciones de privatización. El crédito externo neto se estima en \$4.068 mm con desembolsos por \$6.707 mm y amortizaciones por \$2.639 mm. Por su parte, el financiamiento interno neto alcanzará \$5.366 mm, que resultan de comparar desembolsos por \$19.669 mm, frente a amortizaciones por \$14.303 mm. El valor de las privatizaciones se estima en \$4.441 mm, de los cuales \$3.000 mm provendrían de la venta de Isagen, y \$1.100 mm de la venta de empresas electrificadoras. El traslado de utilidades del Banco de República ascenderá a \$800 mm.

*El valor de las privatizaciones se estima en \$4.441 mm, de los cuales \$3.000 mm provendrían de la venta de Isagen, y \$1.100 mm de la venta de empresas electrificadoras.*

Con relación al sector público descentralizado cabe destacar el superávit del sector de la seguridad social por 0,9% del PIB y el déficit del FAEP por 0,2% del PIB. Este último tiene origen en la transferencia de recursos en favor del Gobierno mencionada anteriormente.

## Recuadro 1 LA NUEVA CANASTA FAMILIAR DEL DANE Y SUS IMPLICACIONES

A partir de enero de este año la inflación al consumidor se viene estimando con un nuevo índice de precios al consumidor (IPC). Por ello, el objetivo de este recuadro es puntualizar los principales cambios incluidos en la nueva canasta de consumo del Departamento Administrativo de Estadística Nacional (DANE, IPC-08), cuya base de comparación es diciembre de 2008 = 100, y describir las posibles implicaciones sobre la dinámica de la inflación y sobre algunas variables económicas.

### ¿Cómo se estima el incremento en el costo de vida?

El incremento en el costo de vida en un hogar promedio se puede estimar mensualmente con el IPC. A través de una encuesta de ingresos y gastos el DANE identifica la estructura de gastos (artículos más consumidos y su participación en el gasto) de una familia representativa. Posteriormente, tomando información de diversas fuentes, le hace un seguimiento mensual a los precios que conforman la canasta familiar. La suma ponderada de estos precios conforman el IPC total, y su variación porcentual mensual, anual o corrida se conoce como la inflación al consumidor<sup>1</sup>.

### ¿Cuáles fueron los cambios más notables con respecto a la canasta pasada?

El DANE viene actualizando el IPC cada diez años por recomendación internacional. La anterior canasta familiar data de diciembre de 1998 y estuvo basada en la encuesta de ingresos y gastos de 1994-1995 del DANE, mientras que la actual incorpora las preferencias de consumo obtenidas de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), aplicada en 2006-2007<sup>2</sup>. Dentro de los principales cambios incorporados se destacan: la ampliación geográfica de la cobertura, la introducción de nuevos artículos, la modificación de la estructura de ponderaciones y la desagregación del grupo transporte y comunicaciones.

La anterior canasta cubría trece ciudades<sup>3</sup>, en tanto que la actual incluye 24, en donde las nuevas son: Riohacha, San Andrés, Valledupar, Santa Marta, Quibdó, Popayán, Armenia, Tunja, Ibagué, Sincelejo y Florencia. Por otra parte, se pasó de 405 artículos a 521 en el nuevo IPC, entre los que se destacan la leche de soya, arroz chino, servicio de ortodoncia, consulta con homeópatas, potenciadores sexuales, bonos de medicina prepagada, pagos a hogares geriátricos y guarderías, cuotas moderadoras de EPS y ARS, copagos de hospitalización, matrículas en posgrados, pago de gimnasio, pago de la administración de vivienda y reproductores digitales (iPod, mp3, mp4, entre otros). Finalmente, la desagregación mínima posible en el IPC es el gasto básico<sup>4</sup>, cuyo número pasó de 176 a 181.

Los otros cambios se resumen en el Cuadro R1.1. En primer lugar, se pasó de ocho a nueve grupos de gasto, porque el agregado de transporte y comunicaciones se separó. En segundo lugar, los grupos de vivienda, transporte y educación aumentaron su participación en la canasta, mientras que los demás la bajaron. El mayor peso de la vivienda se explica por el gasto en servicios públicos, cuyas tarifas vienen creciendo de tiempo atrás por encima del resto de precios que conforman la cesta de consumo del DANE. Asimismo, el incremento en años recientes en el precio internacional de la gasolina derivó en un mayor gasto en transporte por parte de los consumidores, al igual que pensiones más costosas en los

Cuadro R1.1  
Comparación del grupo de gasto y ponderaciones

IPC-1998		IPC-2008	
Alimentos	29,5	Alimentos	28,2
Vivienda	29,4	Vivienda	30,1
Vestuario	7,3	Vestuario	5,2
Salud	4,0	Salud	2,4
Educación	4,8	Educación	5,7
Diversión	3,6	Diversión	3,1
Transporte y comunicaciones	13,5	Transporte	15,2
		Comunicaciones	3,7
Otros gastos	7,9	Otros gastos	6,4

Fuente: DANE.

1 Para una explicación más amplia y precisa ver: DANE (2008), Metodología índice de precios al consumidor (IPC), versión preliminar, en: [http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/fichas/metodologia\\_IPC-08.pdf](http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/fichas/metodologia_IPC-08.pdf).

2 La Gran encuesta integrada de hogares contiene, además de la Encuesta de ingresos y gastos, información sobre condiciones de empleo de las personas y características demográficas.

3 Bogotá, Cali, Medellín, Barranquilla, Bucaramanga, Manizales, Pasto, Pereira, Cartagena, Montería, Villavicencio, Cúcuta y Neiva.

4 El gasto básico puede estar conformado por un artículo o por un conjunto de rubros. El concepto de gasto básico alcanza una mayor precisión al detallar un consumo específico de los hogares. Ejemplo, la papa pastusa y la sabanera son dos artículos pero ambas conforman el consumo básico de papa de los hogares.

colegios privados explicarían el repunte en la ponderación de la educación.

Es importante aclarar que los especialistas y el mercado en general esperaban una menor ponderación de los alimentos en la canasta de consumo. Esta expectativa finalmente no se cumplió, porque en los últimos años no sólo en Colombia sino en el resto del mundo tomaron fuerza diversos factores que hicieron que la porción del ingreso familiar destinada a la compra de alimentos no cediera de manera importante: el fuerte aumento de los precios internacionales de los alimentos, el desplazamiento de los recursos productivos de la agricultura de alimentos hacia la producción de biocombustibles y el efecto negativo del cambio climático sobre la producción agrícola.

### ¿Por qué se debe actualizar la canasta del IPC?

Se trata de una práctica internacional que permite incorporar los cambios en el patrón de gasto de los consumidores e introducir mejoras metodológicas en la medición del IPC. En particular en la literatura internacional<sup>5</sup> se acepta que actualizar la canasta familiar implica corregir diferentes sesgos en la composición y realización del gasto, que tienden a distorsionar la medición de la inflación. El sesgo de nuevos artículos se presenta cuando el viejo IPC no incluye ítems que actualmente tienen alto consumo o participación en el gasto. El sesgo de expendios se presenta cuando la muestra de fuentes de información del viejo IPC no incorpora nuevos puntos de venta competitivos, como por ejemplo un nuevo hipermercado. El sesgo por cambios de calidad surge cuando por un bien de mayor calidad o especificaciones superiores se paga lo mismo que en el pasado (v. gr. computadores). El

---

5 Al respecto véase J. Hausman (2003), "Sources of Bias and Solutions to Bias in the Consumer Prices Index", *Journal of Economics Perspectives*, vol. 17, núm. 1.

sesgo de sustitución se genera porque el cálculo del IPC no contempla que los agentes pueden sustituir consumo caro por consumo barato. La presencia de estos sesgos tiende a sobreestimar el aumento del costo de vida.

### ¿Qué implica el nuevo IPC?

Con la reciente actualización de la canasta del DANE se corrige gran parte de los sesgos al alza en el cálculo del IPC. Con base en los estudios pioneros en Colombia de Caicedo (2000)<sup>6</sup>, y Langebaek y Caicedo (2007)<sup>7</sup>, se puede concluir que el sesgo total para 2008 fue de 46 pb, es decir que la inflación observada en 2008 no habría sido de 7,67% sino de 7,21%. Este tamaño de sesgo es bajo al compararlo, como proporción de la inflación del IPC, con los resultados para los Estados Unidos. El de Colombia alcanzó apenas un 6% de la inflación de 2008 frente a uno de 16% en los Estados Unidos. Es importante aclarar que la anterior corrección a la baja de la inflación al consumidor solamente se verificaría suponiendo que todos los sesgos contenidos en la anterior canasta se corrigieran por completo con la nueva revisión del IPC.

Actualizar la canasta al consumidor no sólo es un ejercicio estadístico para afinar el cálculo del costo de vida. También implica limpiar el IPC de sesgos para depurar el cálculo de innumerables variables reales y de alto impacto económico que se actualizan con la inflación como el ingreso, los arriendos, salarios, subsidios, estados financieros, contratos de innumerables empresas, tasas de interés hipotecario, precio de los TES y títulos de deuda corporativa.

---

6 Édgar Caicedo (2000), "Sesgos en la medición del IPC: el caso colombiano", *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 38, Banco de la República.

7 Andrés Langebaek y Édgar Caicedo (2007), "Sesgo de medición del IPC: nueva evidencia para Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 435, Banco de la República.

## Recuadro 2 EXPOSICIÓN CAMBIARIA DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO COLOMBIANO EN 2008

Una devaluación inesperada hace más vulnerable el balance financiero de las empresas cuando existen descalces cambiarios importantes, generando desequilibrios en sus flujos de caja y en sus cuentas patrimoniales. Específicamente, la devaluación reduce el patrimonio de la firma cuando la exposición en moneda extranjera (m/e) es negativa y los pasivos (P) en m/e son superiores a los activos (A) en m/e. El menor patrimonio (colateral), a su vez, puede llevar a los bancos a elevar la tasa de interés a la cual presta a la firma.

Los efectos perversos de una exposición negativa alta pueden ser parcialmente reducidos cuando la firma obtiene divisas vía exportaciones, o cuando realiza operaciones de cobertura para proteger los descalces cambiarios<sup>1</sup>. Cowan *et al.* (2004, 2005 y 2007) han propuesto diferentes indicadores de vulnerabilidad cambiaria, relacionados, por ejemplo, con la sensibilidad de las utilidades operacionales a la devaluación, y su asociación con el descalce cambiario<sup>2</sup>.

Este recuadro analiza el grado de exposición cambiaria del sector privado no financiero colombiano en diciembre de 2008. En la primera parte se presenta el panorama global de dicho sector en cuanto a sus activos y pasivos en m/e<sup>3</sup>, la relación P/A, sus operaciones de cobertura cambiaria y el flujo de comercio exterior. Para esta estimación se utiliza la información contenida en la estadística de la posición de inversión internacional del país y los reportes de los bancos sobre su cartera en m/e.

La segunda parte analiza los resultados a nivel sectorial para una muestra de 1.055 empresas que han informado al Banco de la República sus transacciones financieras externas relacionadas con deuda e inversiones de portafolio, así como sus pasivos en m/e con bancos locales. Al finalizar diciembre de 2008, con relación al sector privado no financiero, tal muestra de firmas representa el 50,5% de la deuda en m/e, el 33,4% de los activos externos, el 89,3% de las coberturas cambiarias y el 36% de las operaciones de comercio exterior de todo el sector. La sección final plantea algunas consideraciones generales.

1 Son contratos efectuados por las empresas con el fin de contrarrestar el riesgo en el tipo de cambio de una moneda con respecto a otra, mediante los cuales se garantiza el pago de transacciones a un tipo de cambio acordado en una fecha determinada.

2 Un mayor detalle de estos estudios se puede consultar en "Descalces cambiarios en empresas manufactureras chilenas", "Descalces cambiarios en firmas chilenas no financieras" y en "Evolución y efectos de los descalces cambiarios, 1995-2004" publicados por el Banco Central y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile.

3 Incluye operaciones de deuda externa con bancos del exterior y en moneda extranjera con bancos en Colombia.

### Panorama global del sector privado no financiero

La columna A del Cuadro R2.1 presenta los activos externos de este sector, desagregados por tipo, la columna B resume la deuda en m/e según la modalidad de contratación, la columna C muestra la diferencia entre activos y pasivos (A – P), y la columna D la relación entre ambas variables (P/A).

*Pasivos en m/e.* A diciembre de 2008 el total de pasivos del sector privado no financiero en m/e sumó US\$17.477 m del cual 80% corresponde a endeudamiento externo y 20% a compromisos en m/e con bancos locales. El monto total de la deuda externa (US\$14.390 m) fue equivalente al 31% y 85% de la deuda externa total del país y la del sector privado, respectivamente.

En cuanto a las modalidades de crédito, el 61,2% (US\$10.676 m) de los pasivos en m/e se origina en préstamos y arrendamiento financiero (*leasing*), el 35,6% (US\$6.213 m) en créditos comerciales concedidos por la banca y proveedores internacionales y por bancos locales, y el restante 3,2% a financiación recibida por concepto de operaciones de portafolio.

*Activos externos.* A diciembre de 2008 se estima que el sector privado no financiero mantuvo activos externos por US\$ 8.796 m, de los cuales el 37,4% corresponde a inversiones de portafolio, el 36% a préstamos, y el 26% a créditos comerciales que otorgan los exportadores colombianos a sus compradores en el exterior.

*Relación pasivos/activos (P/A).* A nivel global se observa en la columna C del Cuadro R2.1 que el valor de los pasivos representa 1,98 veces el de los activos: mientras los activos totales en m/e ascendían en diciembre de 2008 a US\$8.796 m, los pasivos representaban US\$17.447 m, con un desbalance de US\$8.651 m. La relación (P/A) se reduce a 1,67 cuando se excluye del pasivo en m/e la financiación externa originada en operaciones de arrendamiento financiero de bienes (equipos para el transporte aéreo, telecomunicaciones, etc.), la cual podría servir como respaldo del pasivo.

*Comercio exterior y coberturas cambiarias.* Durante 2008 los agentes que informaron al Banco de la República sus transacciones sobre deuda externa y deuda en m/e con bancos locales, realizaron exportaciones por US\$10.884 m e importaciones por US\$17.579 m. Los mayores flujos de comercio fueron transados por empresas manufactureras, seguidos por comercializadoras internacionales.

En cuanto a las operaciones de cobertura cambiaria, al finalizar diciembre de 2008 el monto de operaciones *forwards* transado por el sector privado no financiero ascendió a US\$2.403 m. A nivel sectorial las coberturas cambiarias fueron realizadas

Cuadro R2.1  
Sector privado no financiero,  
panorama global de activos y pasivos en m/e (diciembre de 2008)  
(millones de dólares y número de veces)

	Activos (A)	Pasivos (B)	Exposición cambiaria	
			Monto (A - B) (C)	Veces (B/A)
1. Crédito comercial	2.328	3.156	(828)	1,36
2. Arrendamiento financiero	n.a.	2.729	(2.729)	n.a.
3. Préstamos	3.170	7.947	(4.777)	2,51
4. Portafolio	3.298	558	2.740	0,17
<b>5. Total activos y pasivos con el exterior (1 + 2 + 3 + 4)</b>	<b>8.796</b>	<b>14.390</b>	<b>(5.594)</b>	<b>1,64</b>
6. Deuda en moneda extranjera con el sistema financiero local (crédito comercial)	n.a.	3.057	(3.057)	n.a.
<b>7. Total activos y pasivos en moneda extranjera (5 + 6)</b>	<b>8.796</b>	<b>17.447</b>	<b>(8.651)</b>	<b>1,98</b>
<b>8. Total activos y pasivos en moneda extranjera sin arrendamiento financiero</b>	<b>8.796</b>	<b>14.718</b>	<b>(5.922)</b>	<b>1,67</b>

Nota: Estimación con base en los datos de la posición de inversión internacional de Colombia e información del Departamento de Cambios Internacionales del Banco de la República.  
n.a.: No aplica  
Fuente: Banco de la República.

principalmente por empresas de comunicaciones y transporte (62%), y de manufacturas (31%).

### Análisis por sectores para una muestra de empresas

Para una muestra de 1.055 empresas es posible obtener información sobre activos y pasivos en m/e, sobre operaciones de comercio exterior y operaciones de cobertura cambiaria. Este grupo de firmas responde por el 57,7% de la deuda externa del sector privado no financiero, el 16,7% de las obligaciones en m/e con bancos locales, el 33,4% de activos externos, el 35,5% y el 89% de las operaciones de comercio exterior y de las coberturas cambiarias, respectivamente (Cuadro R2.2).

A finales de 2008 las 1.055 firmas analizadas reportaron activos en m/e por US\$2.944 m y pasivos en m/e por US\$8.821 m, lo que significa una exposición cambiaria de US\$5.877 m, con una relación P/A de 3. Al excluir la deuda por arrendamiento financiero, la exposición se reduciría a US\$3.594 m y la relación P/A a 2. Las coberturas cambiarias transadas sumaron US\$2.160 m y las exportaciones (hasta noviembre) US\$8.726 m. En otras palabras, la suma de las coberturas y las exportaciones de este grupo de empresas casi duplica el valor de la exposición bancaria. Al analizar sectorialmente los resultados se encuentra que:

1. Las empresas con los mayores niveles absolutos de exposición en m/e operan en los sectores de transporte aéreo y comunicaciones. Además, este subgrupo de firmas registró los mayores activos y pasivos en m/e, así como coberturas cambiarias. Para estas empresas la relación P/A en m/e es 2,6 veces, lo que significa que los activos alcanzarían a cubrir menos de la mitad

de los pasivos. Estas firmas adquieren financiamiento externo con la modalidad de arrendamiento financiero de equipo de capital para el transporte aéreo y las telecomunicaciones. Si se excluyen dichos pasivos (US\$1,854 m), al finalizar 2008 el monto de su exposición cambiaria se reduce a US\$178 m (1,14 veces), inferior a sus coberturas cambiarias.

2. Las firmas dedicadas a actividades industriales (559) también podrían verse afectadas negativamente en una coyuntura de acelerada devaluación. Su relación P/A en m/e es 2,1 veces (US\$1.582 m), la cual estaría relacionada en gran parte con el importante volumen de operaciones en divisas: las importaciones ascendieron el año pasado a US\$7,638 m, las ventas externas a US\$5.490 m, con operaciones de cobertura cambiaria equivalentes a US\$777 m.
3. Otro grupo de empresas que reporta un nivel importante de desbalance cambiario corresponde a comercializadoras internacionales (292). Estas firmas registraron US\$4 de pasivos en m/e por cada dólar de activos. La exposición cambiaria de estas firmas está relacionada con sus necesidades de financiamiento en m/e para la comercialización de productos importados (US\$2.372) y/o de sus exportaciones (US\$1.482 m). En este caso, la exposición cambiaria se podría reducir a través de los precios de venta de sus importaciones en el mercado local y mediante sus ingresos en m/e por sus ventas al exterior.
4. La exposición cambiaria de empresas del sector de minas y canteras registran un desbalance de US\$563 m, equivalente a una relación de P/A de 27,5 veces. Entre

Cuadro R2.2

Exposición cambiaria de la muestra de empresas del sector privado no financiero, diciembre de 2008; (millones de dólares y número de veces)

Sectores	Activos m/e (a)	Pasivos M/E			Exposición cambiaria		Coberturas cambiarias	Exportaciones	Importaciones	Número de empresas
		Externos (b)	Bancos locales (c)	Total (b) + (c)	Monto (a) - ((b) + (c))	Veces ((b) + (c))/(a)				
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	10	30	1	31	(21)	3	1	286	87	42
Minas y canteras (incluye carbón)	21	580	4	584	(563)	27,3	0	1.406	190	19
Manufacturas	1.085	2.239	428	2.667	(1.582)	2,1	564	5.490	7.638	559
Electricidad, gas y agua	37	460	0	460	(422)	12,3	9	0	21	8
Construcción	16	9	1	9	7	0,6	1	10	28	11
Comercio, restaurantes y hoteles	256	995	54	1.049	(793)	3,9	90	1.482	2.372	292
Transportes, almacenamiento y comunicaciones	1.248	3.267	13	3.281	(2.032)	2,6	1.137	9	2.145	59
Servicios auxiliares financieros	247	704	11	715	(469)	2,9	9	40	77	51
Servicios comunales	25	25	0	25	0	1,0	3	2	18	14
<b>Total</b>	<b>2.944</b>	<b>8.309</b>	<b>512</b>	<b>8.821</b>	<b>(5.877)</b>	<b>2,8</b>	<b>1.815</b>	<b>8.726</b>	<b>12.578</b>	<b>1.055</b>

Fuentes: Superintendencia Financiera; cálculos del Banco de la República.

enero y noviembre del año pasado estas firmas recibieron US\$1.406 m por sus exportaciones, principalmente de carbón. Al finalizar diciembre de 2008 no reportaron operaciones de cobertura.

- Las firmas del sector de electricidad gas y agua registran una exposición en m/e de US\$422 m, con una relación P/A de 12,3 veces. Esta exposición podría generar desequilibrios en sus balances financieros, pues no realizan operaciones de comercio exterior (exportaciones) y no mantienen niveles significativos de coberturas cambiarias.
- Los mayores niveles para la relación P/A se observan en minas y canteras (27,3); electricidad, gas y agua (12,3) y en comercio, restaurantes y hoteles (3,9); y los menores niveles en construcción (0,6), servicios comunales (1) y manufacturas (2,1).

### Consideraciones generales

A diciembre de 2008 la exposición cambiaria global del sector privado no financiero ascendió a US\$8.651 m y la relación P/A en m/e fue cercana a 2. No obstante, al descontar el

*leasing* de los pasivos, su exposición se reduce a US\$5.922 m y la relación P/A a 1,67. Este desbalance estaría respaldado por las operaciones de cobertura cambiaria (US\$2.288 m) y por exportaciones (US\$10.884 m).

De acuerdo con la muestra de firmas analizada, aquellas que presentan los niveles más altos de exposición en m/e y que podrían estar desprotegidas en la actual coyuntura operan en las actividades de transporte, comunicaciones, y comercio. Cabe señalar que en el caso de las empresas de transporte aéreo y de comunicaciones, tendrían la posibilidad de reducir su elevada exposición disminuyendo sus pasivos con la devolución del equipo de capital financiado con la modalidad de arrendamiento financiero.

Finalmente, hay que señalar que las firmas dedicadas a la producción y comercialización de bienes y servicios transables que responden por la deuda en m/e podrían estar parcialmente cubiertas, en la medida en que puedan transferir su exposición cambiaria vía mayores precios de venta en el mercado local y en el exterior.

### Recuadro 3

## LAS FINANZAS PÚBLICAS COLOMBIANAS Y EL RECIENTE CHOQUE DE PRECIOS DEL PETRÓLEO

El aumento del precio internacional del petróleo que caracterizó el periodo 2003- 2008 generó en Colombia un flujo de rentas fiscales en favor de distintas entidades públicas, dentro de las que sobresalen el Gobierno nacional, las entidades territoriales y el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP). Una situación similar experimentaron otros países productores y exportadores de materias primas que gracias al mayor flujo de ingresos pudieron fortalecer su situación fiscal. Este proceso se desarrolló en un entorno de gran volatilidad macroeconómica, especialmente por la revaluación del tipo de cambio real.

En general, un choque de precios del petróleo o de cualquier otro producto básico de exportación influye sobre el comportamiento de las economías a través de diferentes canales. El primer canal corresponde al cambiario, el cual tiene origen en la entrada súbita de recursos externos que tienden a reevaluar el tipo de cambio real. El segundo canal proviene del efecto ingreso, asociado con el mejoramiento de los términos de intercambio, que se manifiesta en el aumento del nivel de consumo. Finalmente, el tercer canal de transmisión macroeconómica es el fiscal, el cual, al principio, se expresa como un aumento de los ingresos públicos, y luego, con pocas excepciones, conduce a la expansión del gasto público.

Durante un periodo de bonanza de precios las autoridades enfrentan retos para el diseño y ejecución de la política económica. Desde el punto de vista estrictamente fiscal, es importante tener en cuenta que los recursos obtenidos durante el choque de precios tienen un carácter temporal, por lo que su utilización no debe enfocarse en el financiamiento de gastos permanentes, que luego terminan generando un deterioro del balance fiscal y

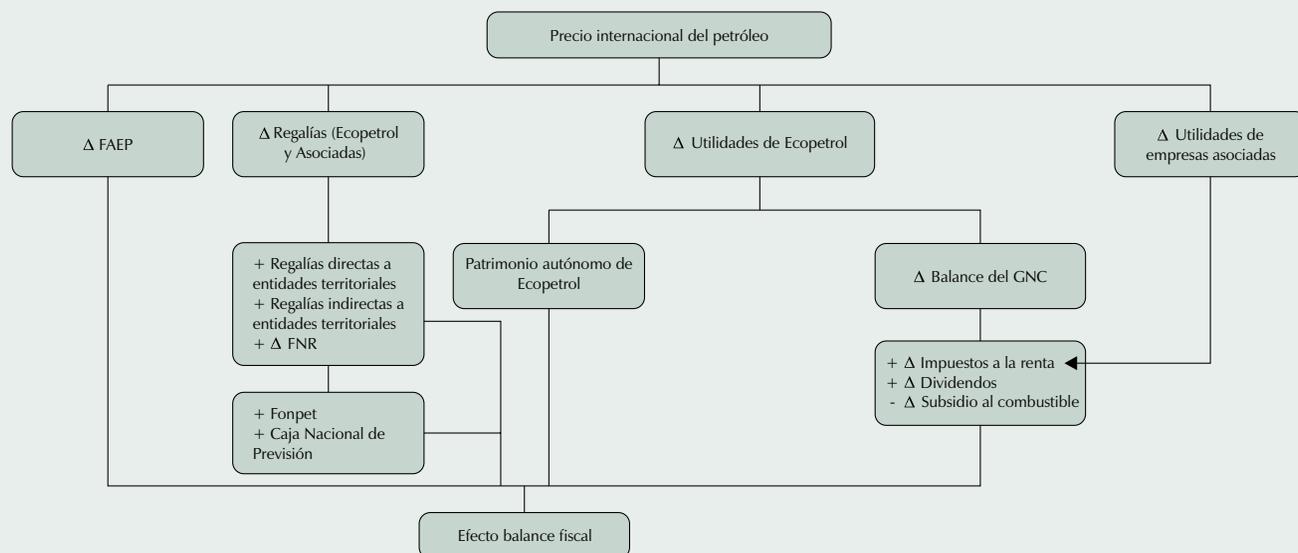
un aumento de la deuda pública. En los tiempos de holgura fiscal se debe estimular el ahorro público con el fin de generar un espacio fiscal amplio para desarrollar una política contracíclica en los periodos de desaceleración económica.

Dada la importancia del choque de precios del petróleo sobre las finanzas públicas, en este recuadro se describen los mecanismos de distribución de las rentas generadas por la actividad petrolera y se realiza una cuantificación de su impacto fiscal. El ejercicio de medición tuvo en cuenta las operaciones del Gobierno nacional, las entidades territoriales, el FAEP y el sector de la seguridad social. Por limitaciones de información no se mide el efecto del choque de precios sobre las finanzas de Ecopetrol. Al final del recuadro se realiza un breve comentario sobre el posible impacto fiscal que produce la caída de los precios internacionales del petróleo.

### Renta petrolera y finanzas públicas

Los recursos generados por la actividad petrolera afectan las finanzas de diferentes entidades públicas del orden nacional y territorial, al igual que los recursos ahorrados por el sector de la seguridad social. Las principales entidades beneficiarias de estos recursos son Ecopetrol, el Gobierno nacional y las entidades territoriales que perciben regalías por extracción de crudo. Parte de estos recursos también se acumula en el FAEP, en el Fondo Nacional de Regalías (FNR), en el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (Fonpet) y en el denominado "Patrimonio autónomo de Ecopetrol", que se constituyó para atender el pasivo pensional de la empresa (Diagrama R3.1).

Diagrama R3.1  
Canales de transmisión de las rentas petroleras



Fuente: Rincón H.; Lozano, I.; Ramos, J. "Rentas petroleras, subsidios e impuestos a los combustibles en Colombia: ¿Qué ocurrió durante el choque reciente de precios?", Borradores de Economía, núm. 541, Banco de la República, diciembre, 2008.

En el caso de Ecopetrol cabe recordar que sus ingresos provienen de la venta interna de gasolina y otros combustibles y derivados del petróleo y, en menor medida, de las exportaciones de crudo. Durante los últimos años se fortaleció la situación fiscal de la empresa, principalmente por el aumento de los ingresos por ventas internas, los cuales mostraron un gran dinamismo debido al comportamiento de los precios internacionales del crudo. El superávit fiscal de esta empresa permitió mitigar el desajuste observado en las finanzas del Gobierno.

Por su parte, el Gobierno nacional recauda los impuestos de renta y patrimonio provenientes del sector petrolero, percibe el pago de los dividendos que gira anualmente Ecopetrol y asume el subsidio a los combustibles. Hasta el año 2007 este subsidio afectaba inicialmente los ingresos de Ecopetrol, puesto que la gasolina y el ACPM se vendían a un precio inferior al de paridad internacional. En consecuencia, las utilidades giradas al Gobierno correspondían a un concepto neto del subsidio. A partir de 2008 el GNC asume de manera explícita el subsidio en el Presupuesto General de la Nación, y Ecopetrol realiza el pago completo de los dividendos al Gobierno y a los demás accionistas de la empresa. En los dos casos la existencia del subsidio generó importantes costos fiscales.

Por el lado de las entidades territoriales, la actividad petrolera genera un flujo de rentas por concepto de regalías en favor de las regiones y del FNR. Así mismo, los municipios no productores, por cuya jurisdicción atraviesan oleoductos o gasoductos, recaudan un impuesto de transporte de crudo cedido por la Nación.

Por su parte, el FAEP es uno de los fondos beneficiarios de la actividad petrolera que se creó en el año 1995 como un mecanismo de ahorro y estabilización macroeconómica. Este fondo, del cual forman parte los departamentos y municipios productores, el FNR y Ecopetrol (hasta el año 2007), acumuló recursos por más de US\$2.500 m entre 1997 y 2007. Con el Plan Nacional de Desarrollo: 2006-2010, se liberó a Ecopetrol de la obligación de ahorrar en este fondo y se ordenó que los recursos ahorrados por la empresa (US\$1.750 m) fueran transferidos a la nación durante el periodo 2008-2010.

Finalmente, en el sector de la seguridad social la actividad petrolera permitió la creación del patrimonio autónomo de Ecopetrol, y el establecimiento de una serie de rentas con destinación específica en favor del Fonpet. Como se anotó, El patrimonio autónomo es un fondo constituido para atender el pasivo pensional de la empresa, creado en el año 2000 que ha recibido aportes por cerca de \$5 b. A través de este mecanismo se evitó que las obligaciones de la empresa en materia de pensiones se convirtieran en un pasivo de la nación. Las rentas con destino al Fonpet están representadas por el 5% del valor total de las regalías y el 50% de los recursos transferidos al FNR.

### Cuantificación de las rentas

Como se observa en el Cuadro R3.1, las rentas provenientes de la actividad petrolera se han concentrado en el Gobierno nacional y las entidades territoriales; no obstante, en el año 2000 este rubro fue particularmente elevado, con una cifra equivalente a 4,1% del PIB, lo que permitió fondear parcialmente el patrimonio autónomo de Ecopetrol (1,3% del PIB) y generar un flujo importante de recursos al FAEP (0,8% del PIB). Recientemente, las rentas fiscales asociadas con el petróleo aumentaron de manera sostenida, ascendiendo de 2,0% del PIB en 2001 a 3,4% del PIB en 2008, con lo cual se generó un incremento de 1,4% del PIB en los ingresos del sector público.

Las finanzas del Gobierno nacional, tal como se señaló, se benefician de la actividad petrolera gracias al giro de dividendos que realiza Ecopetrol y al pago del impuesto de renta a cargo de las empresas que conforman el sector de petróleo y gas. En el año 2008 el Gobierno también se benefició del traslado parcial de los recursos ahorrados por Ecopetrol en el FAEP, los cuales ahora pertenecen a la nación. Considerando este traslado (0,5% del PIB), las rentas petroleras en favor del Gobierno ascendieron de 1% del PIB en 2001 a 2,2% del PIB en 2008. Durante este periodo y los dividendos como el impuesto de renta, en conjunto, registraron un aumento cercano a 0,7% del PIB.

Cuadro R3.1  
Ingresos relacionados con la actividad petrolera  
(porcentaje del PIB; base 2000)

Receptores	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (pr)
Gobierno nacional central <sup>a/</sup>	1,1	1,0	0,9	1,1	1,1	1,3	1,3	1,6	2,2
Entidades territoriales <sup>b/</sup>	0,9	0,7	0,7	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,0
FAEP	0,8	0,4	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Patrimonio autónomo	1,3	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>4,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>

(pr) preliminar.

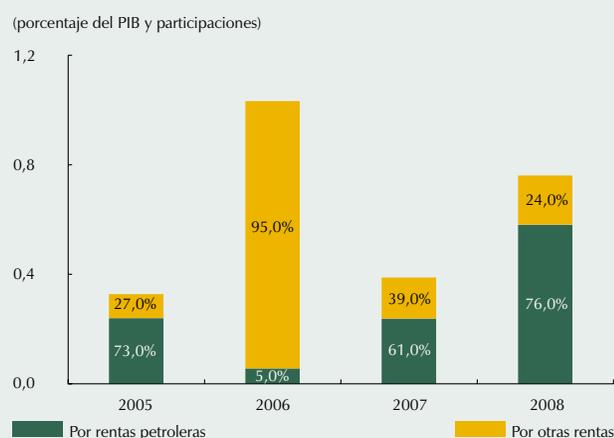
a/ Incluye los ingresos por concepto de dividendos de Ecopetrol, renta de extracción de crudo, y para 2008 el traslado de recursos del FAEP al GNC.

b/ Incluye los recursos de regalías girados al Fonpet.

Fuentes: Coniis, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Ecopetrol y Banco de la República.

El mejor desempeño fiscal del Gobierno en los últimos años estuvo asociado con el dinamismo de los ingresos que produjo la actividad económica y por el reciente choque en los precios del petróleo. En efecto, al desagregar la variación anual de los ingresos del Gobierno entre las rentas provenientes del petróleo y otro tipo de ingresos, se observa que dicho rubro explica el 73% del aumento total en 2005, el 5% en 2006 y el 61% en 2007. En el año 2008 estas rentas, incluyendo el traslado de los ahorros de Ecopetrol en el FAEP, representan el 76% del aumento total de los ingresos del GNC (Gráfico R3.1).

Gráfico R3.1  
Gobierno nacional central  
Fuentes de expansión de los ingresos



Fuentes: Confis, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Ecopetrol y Banco de la República.

En cuanto a las finanzas territoriales, el choque en el precio internacional del petróleo dio como resultado un aumento en el monto de las regalías pagadas a los entes territoriales y al FNR. Los giros por este concepto ascendieron de 0,7% del PIB en 2002 a 1,0% del PIB en 2008. Cabe señalar que las regalías por extracción de crudo representan el 80% del total de los ingresos que por este concepto se perciben a nivel territorial.

En lo que tiene que ver con la seguridad social, el choque petrolero contribuyó con la generación de recursos para el Fonpet y el patrimonio autónomo de Ecopetrol. A diciembre de 2008 el portafolio del Fonpet alcanzó alrededor de \$16,5 b, de los cuales \$3,4 b (el 20%) se originaron en aportes por concepto de regalías. Este tipo de aportes aumentaron de \$0,1 b en 2006 a \$0,8 b en 2008. Por su lado, el patrimonio

autónomo de Ecopetrol tiene un portafolio de \$9,1 b, incluyendo los aportes de la empresa y los rendimientos financieros. Los aportes realizados, como ya se anotó, ascienden a \$5 b, de los cuales \$2 b se transfirieron entre 2004 y 2007.

### Comentario final

La caída del precio del petróleo y de otras materias primas como consecuencia de la crisis económica internacional, debilitará las finanzas de los países exportadores de productos básicos, que se beneficiaron de la reciente bonanza de precios. En el caso de Colombia no existe una cuantificación precisa del efecto fiscal asociado con la reducción del precio del petróleo. No obstante, la cotización actual del crudo permite prever una caída de los ingresos fiscales similar a los recursos adicionales obtenidos durante la bonanza. Esta reducción será especialmente notoria a partir de 2010 y afectará en mayor medida las finanzas del Gobierno nacional y de las entidades territoriales.

Frente a este escenario, y para evitar un marcado deterioro de la situación fiscal del país, las autoridades deben evaluar cuidadosamente el componente flexible del programa de gastos, bien sea para recortar o aplazar algunas partidas, y sobre todo para redireccionar otras hacia proyectos que favorezcan la reactivación económica. Si bien este tipo de ajustes resulta particularmente complejo en momentos de desaceleración económica, las autoridades económicas tienen la responsabilidad de mantener la deuda pública dentro de una senda sostenible.

### Referencias

Cepal. "La política fiscal en tiempos de crisis: una reflexión preliminar desde América Latina y el Caribe", documento interno, 2009.

Rincón, H.; Lozano, I.; Ramos, J. "Rentas petroleras, subsidios e impuestos a los combustibles en Colombia: ¿Qué ocurrió durante el choque reciente de precios?", Borradores de Economía, núm. 541, Banco de la República, diciembre, 2008.

Rincón, H.; Lozano, I.; Ramos, J. "Crisis fiscal actual: diagnóstico y recomendaciones", *Revista del Banco de la República*, vol. LXXVII, núm. 923, septiembre, 2004.

## IV. RESERVAS INTERNACIONALES

*El rendimiento de las reservas internacionales ha sido favorable en medio de la crisis financiera internacional. Entre junio de 2007 y diciembre de 2008 su tasa de rendimiento (5,9%) fue superior a la rentabilidad promedio de los últimos diez años (4,9%).*

Al 31 de diciembre de 2008 las reservas internacionales netas totalizaron US\$24.030 m<sup>58</sup>. Como se explicó detalladamente en el capítulo III, durante el año se compraron US\$515,5 m en reservas por medio de las opciones *put* de control de volatilidad, US\$450 m mediante las opciones de acumulación de reservas internacionales y US\$1.415,8 m por el mecanismo de subastas de compra directa. Adicionalmente, se vendieron US\$234,6 m en reservas mediante las opciones *call* para el control de la volatilidad, con lo que las compras netas de reservas internacionales alcanzaron US\$2.146,7 m. En 2008 el rendimiento neto de las inversiones de las reservas fue de US\$1.004 m.

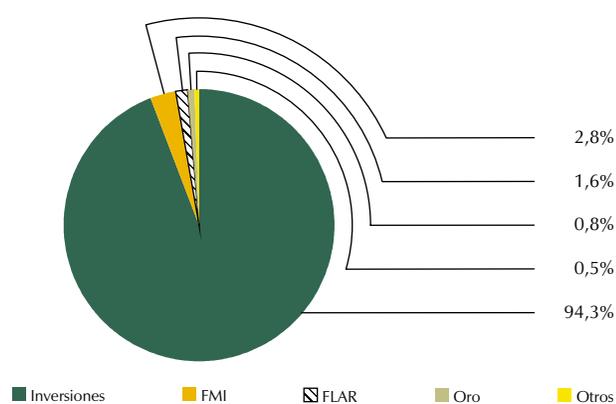
---

58 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 de este capítulo corresponden al fin de mes de diciembre de 2008, y son provisionales. Es posible que las cifras no coincidan por redondeos.

## A. COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Las inversiones de las reservas se separan en cuatro componentes principales: i) el tramo de inversión, que se invierte en instrumentos financieros en el mercado internacional; ii) las participaciones en entidades supranacionales, tales como el FMI y el FLAR; iii) las inversiones en oro y los aportes a otros convenios internacionales. El principal componente de las reservas internacionales del país es el tramo de inversión, con el 94,3% del total (US\$22.664,9 m) Gráfico 57. El saldo restante está distribuido en: i) posición en el FMI y derechos especiales de giro (DEG) (US\$670,1 m); ii) aportes al FLAR (US\$369,5 m), y iii) oro, pesos andinos y saldos positivos de convenios internacionales (US\$336,5 m). Al finalizar 2008 las reservas internacionales brutas ascienden a US\$24.041 m y los pasivos externos a corto plazo a US\$11,3 m<sup>59</sup>, con lo cual las reservas internacionales netas alcanzan US\$24.030 m.

Gráfico 57  
Composición de las reservas internacionales netas



Fuente: Banco de la República.

## B. CRITERIOS DE ADMINISTRACIÓN DEL TRAMO DE INVERSIÓN

### 1. Políticas para determinar la composición del portafolio de inversiones

El Comité de Reservas Internacionales del Banco de la República es el órgano encargado de fijar las políticas que regulan la administración de las reservas internacionales, así como de revisar el rendimiento y la composición de las mismas. Dicho ente se reúne como mínimo cada sesenta días y está conformado por los cinco miembros de la Junta Directiva de dedicación exclusiva, el Gerente General y el Ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado. Los criterios de administración de las reservas internacionales establecidos por el Comité de Reservas son, en orden de importancia: seguridad, liquidez y rentabilidad. Conforme a estos principios, 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 altos niveles de seguridad y liquidez, los cuales se caracterizan por un amplio mercado secundario.

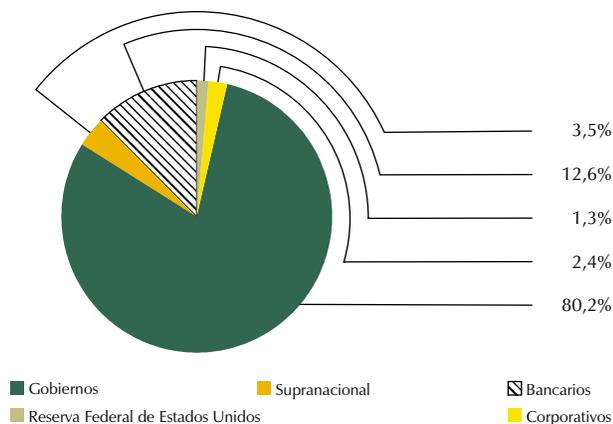
La mayor parte de las inversiones del portafolio de reservas corresponden a títulos respaldados por las tesorerías de gobierno de economías desarrolladas. Estos títulos se consideran como los activos más seguros que existen, por lo cual los inversionistas migran hacia ellos en medio de las crisis. El resto de inversiones se hacen

*La mayor parte de las inversiones del portafolio de reservas corresponden a títulos respaldados por las tesorerías de gobierno de economías desarrolladas. Estos títulos se consideran como los activos más seguros que existen, por lo cual los inversionistas migran hacia ellos en medio de las crisis.*

59 Estos pasivos corresponden principalmente a los montos por pagar en inversiones pactadas.

en instrumentos diferentes a deuda gubernamental, pero que tienen bajo riesgo de incumplimiento o crediticio. Si bien el Banco de la República podría invertir la totalidad de las reservas en bonos de gobierno, las rentabilidades que ofrecen estos instrumentos son muy bajas en el largo plazo, lo cual representa un costo de oportunidad para el país y menores ingresos para el Gobierno. Con el fin de encontrar un balance apropiado, el Banco estudia cuidadosamente cada uno de los tipos de activos aceptados en el portafolio diferentes a deuda gubernamental (bonos, instrumentos de corto plazo, etc.) y coloca límites estrictos para invertir en ellos. Dentro de las alternativas de inversión más seguras el Banco escoge aquellas que le permitan generar mayores utilidades para el país con un riesgo muy bajo.

Gráfico 58  
Composición por tipo de emisor del tramo de inversión



Fuente: Banco de la República.

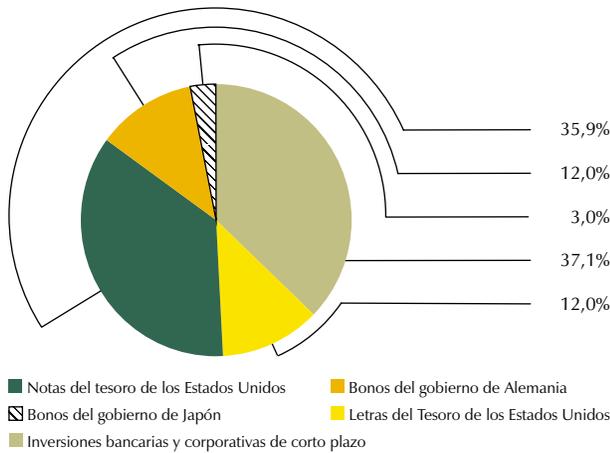
Para construir el portafolio de inversiones, la primera decisión del Comité de Reservas es determinar la composición por monedas. El criterio adoptado por el Banco de la República es replicar la composición de los egresos de la balanza de pagos del país. A continuación se explica la justificación de este criterio. Regularmente, el Gobierno y el sector privado necesitan moneda extranjera para pagar las importaciones y cumplir con el servicio de deuda externa. En situaciones en las que el país tenga acceso limitado a moneda extranjera, las reservas internacionales sirven para proveer la liquidez necesaria para cumplir con dichos pagos. Si las reservas internacionales tienen la misma composición cambiaria que los pasivos con los residentes en el exterior, una apreciación de una de estas monedas frente al dólar aumenta el valor del pasivo, pero también el del activo de la nación (representado en las reservas internacionales). En la actualidad el índice se distribuye en 85% en dólares de los Estados Unidos, 12% euros y 3% yenes.

La segunda decisión de inversión del Comité es escoger los activos elegibles para los portafolios de reservas. Dentro de todas las alternativas de inversión disponibles en los mercados internacionales, el Emisor escoge aquellas que cumplan con los requisitos de seguridad, liquidez y rentabilidad. En la actualidad, los activos que cumplen con estos criterios son los títulos de gobiernos de países industrializados y entidades patrocinadas por estos, los títulos de entidades supranacionales (p. e. BID, Banco Mundial y CAF), los títulos de deuda bancaria y corporativa de países industrializados con alta calidad crediticia, y las inversiones a un día en la Reserva Federal de Nueva York —el Gráfico 58 muestra la distribución actual de las inversiones por tipo de emisor al 31 de diciembre de 2008—.

Una vez se ha definido la composición cambiaria y el conjunto de activos elegibles, el Comité de Reservas establece un índice de referencia, o portafolio teórico, para el tramo de inversión, el cual refleja sus objetivos de retorno y riesgo en el largo plazo. El índice se compone por aquellos activos que durante un año maximizan la rentabilidad de las reservas, sujeto a estrictas restricciones de riesgo (Gráfico 59). El índice de referencia permite medir el desempeño de las reservas

y sirve para calificar la gestión de los diferentes administradores. Este índice se revisa de forma periódica<sup>60</sup>, ya que las condiciones del mercado de los activos financieros y la aversión al riesgo cambian a lo largo del tiempo.

Gráfico 59  
Composición del índice de referencia



Fuente: Banco de la República.

La última etapa en la construcción del portafolio de inversiones es separarlo en varios tramos, con el fin de mejorar la eficiencia en su manejo, a saber:

1. Un tramo altamente líquido, denominado “capital de trabajo”, que tiene como propósito cubrir las necesidades de liquidez inmediata de las reservas, el cual es gestionado directamente por el Banco de la República. Dentro de sus objetivos priman la seguridad y la liquidez sobre la rentabilidad, y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares estadounidenses. El capital de trabajo tiene un valor de US\$1.024 m, lo cual equivale a 4,52% del tramo de inversión.
2. Un segundo tramo, clasificado como “indexado”, también es administrado directamente por el Banco de la República, con la finalidad de satisfacer las necesidades de liquidez frente a una disminución considerable de las reservas. Se denomina indexado, ya que busca replicar la composición del índice de referencia, y las diferencias entre el portafolio y el índice citado son mínimas. Sus inversiones tienen un perfil de rentabilidad superior al del capital de trabajo, primando siempre la seguridad, por lo que sus inversiones se concentran en activos de corto plazo en los Estados Unidos y en bonos emitidos por los gobiernos de los Estados Unidos, Alemania y Japón. El tramo indexado tiene un valor de US\$11.531 m, representando el 50,84% del tramo de inversión.
3. Finalmente, existe un tercer grupo, denominado tramo no indexado, que representa el 44,64% de las inversiones. Una porción de éste es gestionada directamente por el Banco de la República (US\$722 m) y, para el manejo de lo restante (US\$9.401 m) se contratan firmas especializadas en la administración de activos de renta fija, para que, dentro de un marco de riesgo controlado, apliquen su experiencia y recursos en determinar estrategias que aumenten la rentabilidad de las reservas en el largo plazo. La composición de este tramo puede ser diferente a la del índice de referencia, dentro de estrictos parámetros definidos por el Comité de Reservas.

<sup>60</sup> El ejercicio estadístico para determinar la composición del índice de referencia se realiza mensualmente para verificar que el indicador vigente cumpla con las restricciones de retorno y riesgo. Los cambios de tal medida tienden a aprobarse con menos frecuencia (cada año) en la medida en que las condiciones lo justifiquen.

*Para la administración interna de los portafolios, el Banco cuenta con un equipo calificado que hace seguimiento diario a los mercados internacionales, tiene reuniones mensuales de estrategia y utiliza herramientas cuantitativas y cualitativas para el análisis de las alternativas de inversión.*

Para la administración interna de los portafolios, el Banco cuenta con un equipo calificado que hace seguimiento diario a los mercados internacionales, tiene reuniones mensuales de estrategia y utiliza herramientas cuantitativas y cualitativas para el análisis de las alternativas de inversión. Este equipo recibe apoyo de economistas que se dedican exclusivamente a hacer seguimiento a las economías donde se invierten las reservas.

## **2. Programa de administración externa**

Desde 1994 el Comité de Reservas decidió implementar el Programa de administración externa con una porción del tramo no indexado. Al 31 de diciembre de 2008 dicho programa representaba el 41,45% del total del tramo de inversión de las reservas. El programa ha permitido la transferencia de conocimientos y tecnología al Banco de la República. La más amplia capacidad de análisis de los administradores externos, además, sirve para escoger los nombres más seguros dentro de las inversiones permitidas en los lineamientos de inversión. Los recursos que manejan los administradores externos se encuentran en cuentas que administra el Banco de la República. El Banco hace seguimiento diario a cada uno de estos portafolios para velar porque los administradores cumplan con las políticas de inversión.

Con una experiencia de ocho años en el manejo del programa de administración externa, en 2002 se decidió cambiar el programa, aplicando dos decisiones estratégicas: i) separarlo en dos mandatos, y ii) ampliar el programa a un número mayor de firmas, las cuales deberían competir entre sí. De esta manera, el programa de administración externa se divide en dos categorías: a) el mandato de rotación, donde los gestores tienen la posibilidad de invertir en activos con la más alta calidad crediticia en dólares, tales como bonos de agencias, títulos respaldados por hipotecas, bonos corporativos y títulos respaldados por activos, y b) el mandato global, donde las firmas usan estrategias direccionales (exposición al riesgo de tasas de interés y toma de posiciones cambiarias) e invierten en bonos de alta calidad crediticia que no se encuentran en el índice (gobiernos de otros países industrializados y sus agencias, e instituciones supranacionales). Dentro de las estrategias de inversión aprobadas por el Comité de Reservas las firmas especializadas procuran diversificar la composición cambiaria del portafolio de acuerdo con sus expectativas y dentro de estrictos límites de riesgo. Las monedas con las que se puede implementar este tipo de estrategias son dólares estadounidenses, australianos, neozelandeses y canadienses; euros; yenes; libras esterlinas; francos suizos, y coronas suecas y noruegas.

Adicionalmente, se definen parámetros para la evaluación de la gestión de las firmas administradoras, los cuales son revisados periódicamente<sup>61</sup> y, dependiendo

---

<sup>61</sup> Mensualmente se presentan informes al Comité de Reservas con el desempeño de los portafolios. El horizonte para la evaluación de los administradores externos es de tres años en la medida en que se requiere contar con suficiente información para tomar decisiones de modificación de monto o cancelación de contratos. El último periodo de evaluación terminó el 31 de octubre de 2008.

del éxito de la gestión, se pueden tomar decisiones tales como modificar el monto administrado o cancelar el contrato. En la actualidad las firmas que participan en el programa de administración externa son Barclays Global Investors, Western Asset Management, Deutsche Advisors, Goldman Sachs Asset Management, Blackrock Financial y Wellington Management (Cuadro 23).

### 3. Programa de préstamo de títulos valores

Cuadro 23  
Administradores externos

Firma	Monto bajo administración (millones de dólares)
DB Advisors (antes Deutsche Asset Management)	914
Goldman Sachs Asset Management	2.248
Wellington Management	1.182
Barclays Global Investors	2.859
Western Asset Management	911
BlackRock Financial Management	1.288
<b>Total</b>	<b>9.401</b>

Fuente: Banco de la República.

El préstamo de títulos valores es una operación realizada usualmente por los bancos centrales para incrementar la rentabilidad de las reservas internacionales y cubrir los costos de custodia de los títulos. El banco central faculta a las entidades que custodian los títulos para que los presten, por medio de un acuerdo de recompra. En el caso de Colombia, el Banco de la República recibía como garantía de los préstamos efectivo o títulos con las más altas calificaciones crediticias<sup>62</sup>. El programa se implementó en 1994 y desde entonces ha generado rendimientos por intereses netos de comisiones de US\$43 m. En marzo de 2008 se suspendió el programa, con el fin de reducir el riesgo crediticio y enfrentar la crisis financiera internacional.

El funcionamiento del programa de préstamo de títulos es independiente del programa de administración externa. Si bien los custodios prestan los títulos que han adquirido los administradores externos, todas las decisiones son tomadas por los custodios de forma independiente. Legalmente el programa de préstamo de títulos y el de administración externa operan con contratos separados y con responsabilidades diferentes.

Los principales riesgos del programa son la quiebra de una contraparte a la que se presten los títulos o que el custodio haga una mala inversión. Para disminuir estos riesgos el Banco de la República tiene estrictos lineamientos de inversión. En particular, las contrapartes deben ser *primary dealers*<sup>63</sup> o tener altas calificaciones crediticias (A1 o su equivalente), y las inversiones solo pueden realizarse en títulos con calificación superior o igual a A1 (corto plazo). En caso de que los títulos no tengan calificación de corto plazo, las inversiones deben tener una calificación mínima de AA- en el largo plazo.

*Dentro de las estrategias de inversión aprobadas por el Comité de Reservas las firmas especializadas procuran diversificar la composición cambiaria del portafolio de acuerdo con sus expectativas y dentro de estrictos límites de riesgo.*

62 Las entidades que custodian las inversiones y participan en el programa de préstamo de títulos del Banco de la República son JP Morgan Chase y Bank of New York Mellon.

63 La Reserva Federal de Nueva York transa títulos solamente con entidades designadas, las cuales se conocen como *primary dealers*. La lista incluye bancos y entidades que negocian títulos valores.

*Las inversiones de las reservas están expuestas principalmente a tres riesgos: el crediticio, el de mercado y el de liquidez. El riesgo crediticio es la posibilidad de que uno de los emisores en los que se invierte incumpla sus pagos.*

*Para limitar el riesgo crediticio se toman como referencia las calificaciones crediticias publicadas por las agencias más reconocidas (Standard and Poor's, Moody's y Fitch).*

Como se mencionó, debido a la crisis internacional, y con el fin de reducir el riesgo crediticio, el Banco de la República suspendió en marzo de 2008 los nuevos préstamos de títulos valores y definió el desmonte gradual de las operaciones vigentes. En consecuencia, el programa ha disminuido de US\$4.177 m en marzo a US\$898 m en la actualidad.

#### **4. Manejo de riesgos y supervisión de la administración de las reservas internacionales**

Las inversiones de las reservas están expuestas principalmente a tres riesgos: el crediticio, el de mercado y el de liquidez. El riesgo crediticio es la posibilidad de que uno de los emisores en los que se invierte incumpla sus pagos. Por su parte, el riesgo de mercado es la probabilidad de registrar pérdidas por movimientos adversos en el precio de los títulos. Finalmente, el riesgo de liquidez es la posibilidad de que una inversión sea muy difícil de vender y se obtenga por ella un precio muy bajo. El Banco valora diariamente las inversiones a precios de mercado y hace seguimiento a cada uno de estos riesgos, ajustando sus políticas de inversión cuando las condiciones lo requieran. A continuación se explican las políticas que tiene el Banco de la República para mitigar cada uno de los riesgos descritos:

1. Para limitar el riesgo crediticio se toman como referencia las calificaciones crediticias publicadas por las agencias más reconocidas (Standard and Poor's, Moody's y Fitch). En el corto plazo la calificación más alta de estas agencias es A-1+/P-1/F-1+ y la más baja A-3/P-3/F-3. En el largo plazo la calificación más alta es AAA y la más baja es D. Un inversionista promedio considera seguro invertir en papeles con calificaciones superiores a A-2/P-2/F-2 en el corto plazo y a BBB- en el largo plazo (grado de inversión). El Banco, para limitar el riesgo, exige una calificación mínima de A-1/P-1/F-1 en el corto plazo y de AA- en el largo plazo, es decir, un nivel por encima de lo recomendado para corto plazo y seis niveles por encima de lo estipulado para el largo plazo. Como otra medida para enfrentar la crisis financiera internacional, el Banco aumentó la calificación mínima de largo plazo en tres niveles (*notches*). Adicionalmente, los emisores bancarios y corporativos en los que se invierte a plazos cortos deben tener un capital mínimo de US\$2.000 m, para garantizar que se invierta solamente en entidades sólidas. Por otro lado, para disminuir el impacto de un evento crediticio y diversificar el portafolio, se limita la exposición máxima a cada emisor bancario y corporativo a cerca del 1% de las inversiones. Al 31 de diciembre de 2008 la distribución por calidad crediticia, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas, fue la siguiente: 45,99% en A-1/P-1/F-1; 0,09% en A-2/P-2/F-2; 48,71% en AAA; 3,27% en AA; 0,6% en A, y 0,02% en BBB<sup>64</sup> y 1,32% en acuerdos de recompra

---

<sup>64</sup> Desde septiembre de 2008 la calificación mínima para nuevas inversiones en emisores bancarios y corporativos es AA-. No obstante, el portafolio tiene algunas inversiones con calificaciones inferiores, las cuales se habían realizado con anterioridad a dicha fecha, o cuya calificación crediticia se ha

*Para que el portafolio tenga un bajo riesgo de mercado se seleccionan activos cuyos precios tengan baja volatilidad; por esta razón, se evitan alternativas como las acciones o los bonos de largo plazo que presenten altas fluctuaciones en sus precios, y se invierte preferiblemente en instrumentos de deuda con vencimientos cortos.*

en la Reserva Federal de Nueva York. Frente a las fallas que tuvieron las agencias calificadoras, previas a la crisis financiera internacional, el Banco ha fortalecido sus herramientas para el análisis de riesgo y ha reforzado el seguimiento individual de emisores.

2. Para que el portafolio tenga un bajo riesgo de mercado se seleccionan activos cuyos precios tengan baja volatilidad; por esta razón, se evitan alternativas como las acciones o los bonos de largo plazo que presenten altas fluctuaciones en sus precios, y se invierte preferiblemente en instrumentos de deuda con vencimientos cortos. Para medir y controlar el riesgo de mercado el Banco utiliza la metodología *Value at Risk* (VaR), la cual estima la pérdida máxima que puede tener el portafolio en diferentes horizontes de tiempo, así como la metodología *stress testing*, la cual estima las pérdidas potenciales en eventos extremos. Para disminuir la exposición a este riesgo el Banco redujo la duración promedio del índice de referencia de 1,46 a 1,27 en 2008<sup>65</sup>.
3. Para tener un bajo riesgo de liquidez la mayor parte de las inversiones se encuentra en papeles negociables y con emisiones superiores a US\$250 m. Adicionalmente, no se permite que se compre más del 10% del monto total emitido de cada instrumento.

Por su importancia la administración de las reservas internacionales es vigilada por diferentes grupos dentro y fuera del Banco:

1. En los dos informes anuales de la Junta Directiva al Congreso se presentan los resultados del manejo de las reservas.
2. El Auditor General del Banco, nombrado por el Presidente de la República, hace seguimiento permanente a todas las áreas del Banco encargadas del manejo de las reservas internacionales y elabora informes y observaciones para mejorar su funcionamiento.
3. El Banco de la República contrata una firma externa (en la actualidad Pricewaterhouse Coopers) que audita los estados financieros del Banco, dentro de los cuales el manejo de las reservas tiene una importancia primordial.
4. El Banco de la República está sujeto a supervisión de la Superintendencia Financiera.

*Para tener un bajo riesgo de liquidez la mayor parte de las inversiones se encuentra en papeles negociables y con emisiones superiores a US\$250 m.*

---

deteriorado desde entonces. Cada una de estas inversiones ha sido analizada en detalle y se considera que no tiene un nivel de riesgo alto, por lo que se decidió esperar hasta su vencimiento.

<sup>65</sup> La duración modificada es el cambio porcentual en el valor del portafolio por el 1% en todas las tasas de interés. Como la relación entre la tasa de interés y el valor del portafolio es negativa (véase Recuadro 4), una disminución de la duración modificada implica que las reservas tienen un menor riesgo de tener pérdidas frente a un eventual aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos.

5. La Subdirección de Riesgos del Departamento de Reservas Internacionales hace seguimiento diario a todos los portafolios para verificar que cumplan con las políticas definidas por el Comité de Reservas.
6. El Departamento de Control Interno revisa los procesos de inversión y control para recomendar mejoras.

### C. DESEMPEÑO RECIENTE DE LAS INVERSIONES

Cuadro 24  
Rentabilidad histórica de las reservas

Año	Tasa de rendimiento (porcentaje)	Rentabilidad (millones de dólares)
2008	4,5	1.004,5
2007	7,4	1.326,2
2006	5,5	815,2
2005	0,6	81,4
2004	2,7	324,5

Fuente: Banco de la República.

En 2008 el rendimiento neto de las reservas internacionales fue de US\$1.004 m, lo cual equivale a una tasa de rentabilidad aproximada de 4,5%<sup>66</sup>. Este resultado se explica principalmente por la valorización de las inversiones y la causación de intereses. El desempeño de las inversiones fue satisfactorio en medio de la crisis financiera, teniendo en cuenta que la rentabilidad promedio de los últimos cinco años fue 4,2% (Cuadro 24). Desde el año 2004 las utilidades por el manejo de las reservas ascienden a US\$3.551 m.

En particular, el rendimiento de las reservas en 2008 estuvo influenciado por la decisión de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo de recortar las tasas de interés de referencia para la política monetaria, como respuesta al empeoramiento de la situación económica y financiera. La disminución de las tasas de interés se tradujo en precios más altos para los títulos que componen el portafolio de inversiones. La nota del Tesoro de los Estados Unidos con vencimiento a dos años, la cual sirve como referencia de los bonos de corto plazo en las reservas, se cotizaba a una tasa de 3,05% en diciembre de 2007 y terminó el año 2008 en un nivel de 0,77% (Cuadro 25 y Gráfico 60).

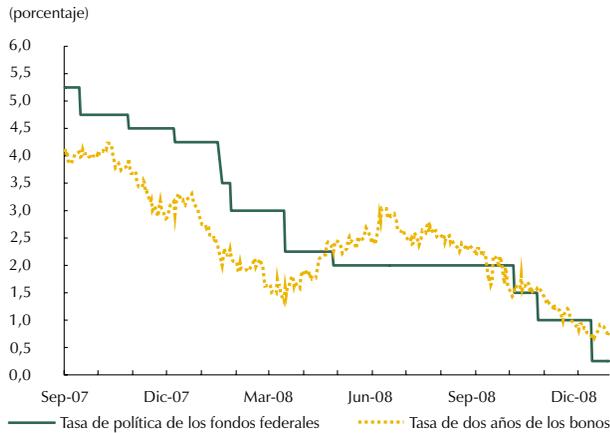
Cuadro 25  
Tasas de rendimiento de los portafolios de inversión (porcentaje)

Mandato	Rendimiento anualizado portafolios Periodo oct. 31 2002 a dic. 31 2008			Rendimiento portafolios año corrido Periodo dic. 31 de 2007 a dic. 31 de 2008		
	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia
Tramo indexado	4,09	4,13	(0,04)	4,63	4,75	(0,13)
Tramo no indexado administrado por el Banco de la República	4,38	4,26	0,12	6,00	5,83	0,17
Mandato global	5,14	4,99	0,15	5,39	5,83	(0,44)
Mandato rotación	3,46	3,68	(0,22)	5,28	6,75	(1,47)
Capital de trabajo	2,96			2,34		

Fuente: Banco de la República.

66 Este rendimiento incluye las pérdidas en el programa de préstamo de títulos con Bank of New York Mellon y la desvalorización del título de Lehman Brothers, las cuales se describen más adelante.

Gráfico 60  
Comportamiento de las tasas de interés de los bonos de los Estados Unidos a dos años frente a la tasa de los fondos federales



Fuente: Bloomberg.

En el mercado cambiario el yen se apreció 23,1% frente al dólar, mientras que el euro se debilitó 4,3%. En consecuencia, las inversiones en monedas diferentes al dólar presentaron una desvalorización de US\$35 m.

En el Cuadro 25 se presentan los rendimientos de los distintos mandatos que conforman el tramo de inversión de las reservas internacionales.

Durante 2008 el programa de administración externa generó retornos inferiores a los de su índice de referencia, por lo cual se decidió reducirlo aproximadamente 11% durante 2009. Por su parte, el portafolio no indexado administrado por el Banco de la República obtuvo un retorno de 6,0%, superior al registrado por su índice de referencia, que fue de 5,83%.

Desde el comienzo del programa de administración externa en 1994 se han obtenido beneficios brutos adicionales a los recibidos por el índice de referencia en una tasa anual de 0,08%, y beneficios netos de comisiones por -0,02%. Los resultados agregados del programa de administración externa disminuyeron durante 2008, ya que, hasta 2007, los beneficios brutos adicionales totales fueron 0,15% y los netos 0,05%.

### 1. Acciones frente a la crisis financiera internacional

Inversiones que en condiciones económicas normales se consideran seguras y confiables, ante la profundidad y extensión de la crisis financiera internacional se perciben de alto riesgo crediticio. Para disminuir el riesgo de las inversiones de las reservas internacionales el Banco adoptó las siguientes medidas en 2008:

- En marzo suspendió el programa de préstamo de títulos valores.
- En abril y mayo redujo el universo de instrumentos elegibles para invertir. Se suspendieron las nuevas inversiones en papeles respaldados por activos y se disminuyó en un 80% la exposición máxima a papeles comerciales respaldados por activos.
- En septiembre hizo aún más estrictas las calificaciones requeridas para emisores e instrumentos. Anteriormente se permitían inversiones con una calidad crediticia mínima de A-, pero ante la incertidumbre actual las nuevas inversiones se están haciendo con calificaciones mínimas de AA-, es decir, tres niveles por encima del nivel anterior.
- A lo largo del año aumentó la participación de los títulos respaldados por las tesorerías de gobiernos de economías desarrolladas. Entre el 30 de junio

*Inversiones que en condiciones económicas normales se consideran seguras y confiables, ante la profundidad y extensión de la crisis financiera internacional se perciben de alto riesgo crediticio. Para disminuir el riesgo de las inversiones de las reservas internacionales el Banco adoptó medidas.*

de 2007 y el 31 de diciembre de 2008 la participación de estos títulos en el portafolio ha crecido de 52% a 80,2% del total de las inversiones (Cuadro 26). En el futuro esta tendencia se mantendrá, debido a las políticas de inversión aún más estrictas.

- e. En septiembre redujo la duración promedio del portafolio de 1,46 a 1,27.

Cuadro 26  
Cambios en la composición de las reservas

	30 de junio de 2007			31 de diciembre de 2008		
	Valor (millones de dólares)	Participación (porcentaje)	Calificación crediticia mínima	Valor	Participación (porcentaje)	Calificación crediticia mínima
<b>I. Portafolio de inversión</b>	<b>18.835,2</b>			<b>22.699,0</b>		
Gobiernos	9.801,6	52,04	A-	18.204,4	80,20	A-
Bancarios	5.796,2	30,77	A-	2.863,5	12,62	AA-
Corporativos no bancarios	565,0	3,00	A-	155,2	0,68	AA-
Supranacionales	401,3	2,13	A-	786,1	3,46	A-
Títulos respaldados por activos	2.055,7	10,91	AAA	389,8	1,72	Se restringen nuevas inversiones
Acuerdos de recompra con la FED	215,4	1,14	n.a.	300,1	1,32	n.a.
<b>II. Otros<sup>a/</sup></b>	<b>1.164,2</b>			<b>1.342,0</b>		
<b>III. Total de las reservas brutas</b>	<b>19.999,4</b>			<b>24.041,0</b>		

n.a. no aplica.

a/ Incluye oro, aportes al FM, pesos andinos y convenios internacionales.

Fuente: Banco de la República.

*Para mejorar el balance de riesgos, la recomposición de las reservas internacionales se ha realizado de manera gradual, aprovechando el vencimiento y las mejores oportunidades de venta de los títulos.*

Para mejorar el balance de riesgos, la recomposición de las reservas internacionales se ha realizado de manera gradual, aprovechando el vencimiento y las mejores oportunidades de venta de los títulos. Debido a la crisis financiera esta tarea se ha adelantado dentro de las limitaciones propias de un mercado con baja liquidez. El Banco de la República ha seguido la tendencia de la mayoría de los bancos centrales del mundo, moviéndose agresivamente desde riesgo bancario hacia deuda de gobierno<sup>67</sup>.

A pesar de estas medidas, las condiciones extremas que experimentaron los mercados internacionales en 2008 hicieron que las reservas se vieran afectadas por dos eventos crediticios: un título de Lehman Brothers por US\$2,7 m (0,01% del portafolio de reservas), y un título por US\$20 m en el programa de préstamo de títulos administrado por Bank of New York Mellon (0,08% del portafolio de reservas)<sup>68</sup>. Antes de entrar en

<sup>67</sup> De acuerdo con el boletín *TIC Data*, publicado por el Tesoro de los Estados Unidos.

<sup>68</sup> Bank of New York Mellon (BNYM), como custodio de una parte de las reservas, prestó títulos del portafolio de inversión, recibiendo efectivo como colateral. Con parte del efectivo invirtió US\$20

estado de cesación de pagos, ambos títulos cumplan con las calificaciones crediticias mínimas. Eventos de este tipo son extremadamente inusuales, teniendo en cuenta que la probabilidad de incumplimiento por parte de emisores con altas calificaciones crediticias ha sido muy baja<sup>69</sup>. Al asumir riesgo crediticio de una forma controlada, el país recibe rentabilidades más altas en el largo plazo, pero no es inmune a que eventualmente se presenten pérdidas por este concepto. En el caso de Lehman Brothers el Banco viene adelantando las gestiones necesarias para la recuperación de estos recursos, dentro del proceso de concurso de acreedores. En el caso del programa de préstamo de títulos con Bank of New York Mellon, el Banco de la República contrató una auditoría para investigar las circunstancias que llevaron a la pérdida.

En términos generales, el rendimiento de las reservas ha sido favorable en medio de la crisis financiera internacional, ya que la mayor parte de los activos que las componen se han valorizado porque los inversionistas han aumentado su demanda por ellos. Las utilidades de las reservas internacionales entre el 30 de junio de 2007 y el 31 de diciembre de 2008 ascendieron a US\$1.923 m, aún teniendo en cuenta los eventos crediticios mencionados, lo cual representa una tasa de rendimiento anual aproximada de 5,9%, superior a la rentabilidad promedio de los últimos diez años (4,9%).

El Banco de la República continuará haciendo un seguimiento permanente a la evolución de los mercados financieros, analizando las posibles fuentes de riesgo y las alternativas de acción para velar por una segura inversión de las reservas. Así mismo, seguirá informando al público sobre eventos crediticios que afecten las inversiones de las reservas internacionales.

## 2. Perspectivas

Si bien los rendimientos de las reservas internacionales fueron altos durante los últimos dieciocho meses por la valorización de los papeles en el portafolio, se proyecta que las utilidades sean bajas durante 2009. La decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de llevar su tasa de interés a un rango que se encuentra entre 0% y 0,25% hace que el rendimiento proyectado para las inversiones de las reservas sea inferior a 1%, en la medida en que los intereses percibidos por las inversiones son muy bajos y en que las perspectivas de mayor valorización de los títulos son muy limitadas.

---

m en un título emitido por Sigma Finance, el cual tenía una calificación de AAA en el momento de ser adquirido. Esta última entidad fue liquidada en diciembre de 2008 y los recursos no alcanzaron para recuperar la inversión que hizo BNYM.

69 Según Moody's, solamente 0.076% de los emisores con las mismas características que Lehman Brothers entraron en incumplimiento (*default*) entre 1920 y 2007. En el caso de la inversión que hizo BNYM en Sigma Finance, Standard and Poor's estima que la frecuencia de incumplimientos en instrumentos similares ha sido 2,26% entre 2005 y 2008, periodo que incluye la crisis financiera.

## Recuadro 4 FACTORES QUE AFECTAN EL RENDIMIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES (DISCUSIÓN TEÓRICA)

El rendimiento de las reservas internacionales en dólares depende principalmente de tres factores: i) los intereses recibidos por las inversiones; ii) los cambios en los precios de los activos financieros en el portafolio, y iii) el movimiento de las tasas de cambio. A continuación se explican cada uno de estos aspectos:

### Los intereses recibidos por las inversiones

Las reservas internacionales se invierten en instrumentos conocidos como renta fija, los cuales se caracterizan por pagar al inversionista un interés previamente definido durante un periodo de tiempo determinado. Los instrumentos de renta fija tienen un vencimiento, es decir, un periodo de tiempo establecido en el que el inversionista recupera el monto total de su inversión.

Cada instrumento de renta fija tiene una tasa de interés contractual, o tasas cupón, diferente. Sin embargo, el principal factor que determina estas tasas es la política monetaria de cada banco central, ya que tiende a mover en la misma dirección todas las tasas de interés de los instrumentos emitidos en una moneda. Esto implica que los rendimientos de las reservas internacionales por este concepto serán menores cuando las tasas de interés de los principales bancos centrales (Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco Central Europeo y Banco de Japón) estén en niveles bajos.

Otro factor importante que determina las tasas de interés contractuales de los instrumentos de renta fija es el margen o *spread* sobre los bonos de gobierno, es decir la diferencia entre las tasas de rendimiento de los bonos no gubernamentales y los gubernamentales. Este margen es específico para cada emisor y depende de la calidad crediticia del mismo (menor *spread* equivale a mejor calidad crediticia y viceversa). Esto significa que entre mayor sea la calidad crediticia del emisor, menor será la tasa contractual a la cual puede emitir títulos de renta fija; por tanto, los rendimientos de las reservas internacionales por concepto de intereses tienden a ser menores en la medida en que la calidad crediticia de sus inversiones en títulos no gubernamentales aumenta.

Por ejemplo, si una porción del portafolio de las reservas se invierte en un bono del Tesoro de los Estados Unidos, cuya tasa de interés contractual es de 2,75%, entonces, por cada US\$100 de valor nominal, las reservas recibirán intereses anuales de US\$2,75.

### Los cambios en los precios de los activos financieros en el portafolio

Los rendimientos de las reservas internacionales también se ven afectados por cambios en los precios de las inversiones. El precio de un instrumento de renta fija se define como el valor presente de los flujos de caja, descontados a una tasa de interés específica, o tasa de rendimiento, tal como se muestra en la siguiente fórmula:

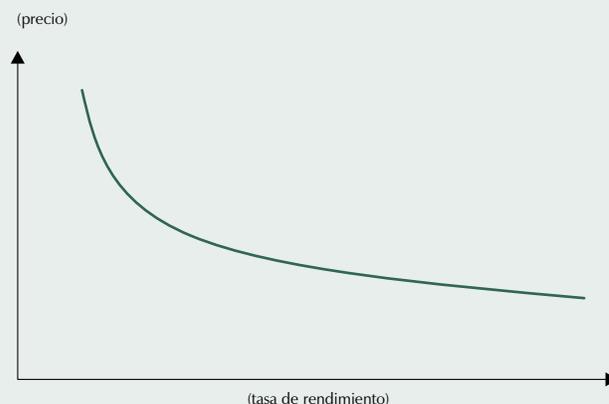
$$P = \frac{FC_1}{1+i} + \frac{FC_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FC_n}{(1+i)^n}$$

Donde  $P$  es el precio del instrumento;  $FC$ , es el flujo de caja (tasas cupón y principal);  $i$  es la tasa de rendimiento del instrumento, y  $n$  es el número de periodos.

Para la mayor parte de instrumentos de renta fija, los flujos de caja que se recibirán en el futuro son fijos y el inversionista los conoce desde el principio. Por esta razón, el único factor que puede provocar cambios en el precio es la tasa de rendimiento a la cual se negocia cada papel en el mercado. La fórmula muestra que el precio del título aumenta cuando disminuye su tasa de rendimiento y viceversa, tal como se muestra en el Gráfico R4.1.

Como se mencionaba, el principal factor que determina el comportamiento de las tasas de interés en un mercado es la política monetaria, por lo cual las inversiones de las reservas internacionales tienden a valorizarse en periodos en los que los principales bancos centrales reducen las tasas de interés,

Gráfico R4.1  
Relación entre el precio de un bono y la tasa de interés



y a depreciarse cuando los bancos centrales contraen la política monetaria. En periodos en los que la política monetaria se mantiene estable, las reservas internacionales no presentan pérdidas o ganancias considerables por este factor.

Otro aspecto importante que determina las tasas de rendimiento de gran parte de los instrumentos de renta fija es el margen o *spread* (que ya se explicó). Dicho margen cambia en la medida en que los inversionistas alteran su percepción de riesgo crediticio para determinado emisor, con lo cual una mejora en la calidad crediticia reduce el *spread*, baja la tasa de interés del instrumento de renta fija y éste se valoriza. De igual forma, un deterioro en la calidad crediticia produce el efecto contrario sobre el activo.

Finalmente, la duración modificada del portafolio de inversiones (es decir, el cambio porcentual en el valor del portafolio debido a cambios en las tasas de rendimiento) determinará la magnitud en la cual su valoración se verá afectada por movimientos en las tasas de interés. Dada una variación general en el nivel de las tasas de interés o de rendimiento, los portafolios con baja duración experimentarán menores cambios en su valoración que aquellos con

más alta duración. Por ejemplo, si las tasas de interés de la economía *aumentan* 1%, un portafolio de inversión con duración 1,2 *perderá* valor en aproximadamente 1,2%, mientras que uno con duración 2,2 *perderá* aproximadamente el 2,2% de su valor.

### **El movimiento de las tasas de cambio**

Las reservas internacionales se valoran en dólares; sin embargo, existen inversiones en otras monedas. Por este motivo, la fluctuación de las tasas de cambio también tiene un impacto sobre la rentabilidad del portafolio. La composición cambiaria de las reservas internacionales es 85% dólares, 12% euros y 3% yenes, aproximadamente, lo cual hace que la cotización euro/dólar y dólar/yen tenga el mayor impacto sobre la rentabilidad. Por ejemplo, si el euro se fortalece frente al dólar, el valor de las reservas expresado en dólares aumenta (ese 12% denominado en euros se habrá apreciado al calcularlo en dólares). No obstante, este factor puede producir tanto pérdidas como ganancias para el Banco porque los tipos de cambio presentan fluctuaciones importantes en el largo plazo que son difíciles de pronosticar.

## V. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

*De acuerdo con los estatutos del Banco de la República, la JDBR dispuso distribuir en el presente año recursos por \$818,6 mm, originados en las utilidades obtenidas en el ejercicio de 2008.*

La estructura de los estados financieros del Banco de la República refleja los objetivos y funciones previstos en la Carta Política, en la Ley 31 de 1992 y en los estatutos de la Entidad.

### A. MARCO LEGAL

La contabilidad del Banco de la República está regida por lo previsto en la Ley 31 de 1992, el Decreto 2520 de 1993 (estatutos del Banco), las disposiciones emitidas por la Superintendencia Financiera en esta materia y el Decreto 2649 de 1993 (principios o normas de contabilidad generalmente aceptados en Colombia).

#### **Principales características del marco contable**

Las siguientes son las principales características del manejo contable del Banco de la República:

*No todos los activos y pasivos en moneda extranjera afectan las reservas internacionales.*

- a. Su período contable es de un año, y se utiliza el sistema de contabilidad de causación o por acumulación para reconocer los hechos económicos.
- b. El portafolio de las reservas internacionales se valora diariamente a precios de mercado.
- c. Las inversiones en TES se valoran a precios de mercado, de acuerdo con las instrucciones emitidas por la Superintendencia Financiera.
- d. No todos los activos y pasivos en moneda extranjera afectan las reservas internacionales. Para que un activo sea considerado reserva internacional requiere cumplir con las siguientes características: negociabilidad, disponibilidad, moneda de origen y residencia. Deben estar bajo el control de la autoridad monetaria y tener disponibilidad inmediata para financiar directamente los desequilibrios de la balanza de pagos y regularlos mediante la intervención en los mercados cambiarios.
- e. Hay reglas especiales en atención a la naturaleza propia de la institución como banco central, con respecto al registro contable de: i) las fluctuaciones de otras monedas frente al dólar, ii) las variaciones en los precios de mercado de las inversiones en moneda extranjera, y iii) las variaciones del peso frente al dólar sobre los saldos de las reservas internacionales. En los dos primeros casos las variaciones se reflejan en el estado de resultados, mientras que en el último lo hacen en el superávit patrimonial.

*Para que un activo sea considerado reserva internacional requiere cumplir con los criterios de negociabilidad, disponibilidad, moneda de origen y residencia.*

Las fluctuaciones de las cotizaciones de las diferentes divisas frente al dólar de los Estados Unidos de América, que es la unidad de referencia contable, afectan los resultados operacionales del Banco. Así, la revaluación del euro y el yen frente al dólar genera utilidades para el Banco, mientras que su devaluación genera pérdidas.

Las variaciones en los precios de mercado de los diferentes títulos o del portafolio de las reservas internacionales originan valorizaciones o desvalorizaciones que afectan el estado de resultados. Una disminución de las tasas de interés en los Estados Unidos y la Unión Europea, aumenta el valor del portafolio a precios de mercado, lo cual genera utilidades para el Banco. Si esta tendencia se revirtiera, el incremento de las tasas de interés internacionales causaría una desvalorización de los activos del Banco y pérdidas operacionales.

*Los estatutos del Banco establecen la creación de la reserva para fluctuaciones de monedas, la cual se constituye con la parte de las utilidades de cada ejercicio siempre que se hayan producido utilidades en el respectivo ejercicio.*

Finalmente, las variaciones del peso con respecto al dólar de los Estados Unidos de América se denominan como un ajuste de cambio en los estados financieros del Banco y se registran en el superávit patrimonial. El ajuste de cambio ocasionado por los activos y pasivos en moneda extranjera que no constituyen reservas internacionales se registra en los resultados del período.

- f. Los estatutos del Banco establecen la creación de la reserva para fluctuaciones de monedas, la cual se constituye con la parte de las utilidades de cada ejercicio que correspondan al mayor valor neto de los activos y pasivos en

moneda extranjera del Banco, originado en las variaciones cambiarias ocurridas entre el dólar y las demás monedas en que estén denominados, siempre que se hayan producido utilidades en el respectivo ejercicio. Cuando las fluctuaciones de las monedas generen, al final del ejercicio, un resultado neto negativo, éste podrá enjugarse contra esta reserva.

- g. El remanente de las utilidades anuales, una vez apropiadas las reservas, es de la Nación. En caso de que llegaren a presentarse pérdidas en el resultado del ejercicio anual, ellas deberían cubrirse, en primer lugar, con cargo a la reserva de estabilización monetaria y cambiaria, creada para este propósito específico. En caso de ser insuficientes, el faltante lo debe cubrir el presupuesto general de la Nación.
- h. Anualmente se proyecta el resultado neto de la operación del Banco, cálculo que se utiliza para preparar la ley anual del presupuesto. Para este efecto, las utilidades o pérdidas se incorporan al presupuesto de rentas o gastos, según corresponda.
- i. El pago o cobro a la Nación de las utilidades o de las pérdidas, según corresponda, se realiza en efectivo dentro del primer trimestre de cada año, de conformidad con lo previsto en la Ley 31 de 1992.

## B. ESTRUCTURA FINANCIERA DEL BALANCE GENERAL Y DEL ESTADO DE RESULTADOS

### 1. Balance general

#### a. Activo

##### i. Reservas internacionales brutas

Se constituyen en el principal activo del Banco, actualmente participan con el 86,3% del total, y es su principal fuente de ingresos. Están conformadas por las inversiones (94,3%), valoradas a precios de mercado, que incluyen los portafolios en administración directa y externa. El saldo restante (5,7%) está distribuido en su orden en: DEG y posición de reserva en el FMI; por los aportes y pesos andinos en el FLAR; el saldo a favor por convenios internacionales, y las existencias de oro monetario.

##### ii. Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez

Corresponde a las operaciones repo otorgadas por el Banco, que consisten en la compra temporal de títulos de deuda pública con el propósito de dar liquidez transitoria a los intermediarios financieros. A la fecha tienen una participación del 2,5% del total de activos. La tasa cobrada se constituye en ingresos operativos del Banco. Cabe anotar que en los últimos años no se han dado apoyos de liquidez a los establecimientos de crédito.

*Las reservas internacionales constituyen el principal activo del Banco y, actualmente participan con el 86,3% del total, y es su principal fuente de ingresos.*

*iii. Inversiones*

Corresponde básicamente al portafolio de títulos, con participación del 1,4% del total de activos. Sus rendimientos por la valoración a precios de mercado constituyen ingresos operativos de la entidad. Estas inversiones las realiza el Banco en cumplimiento del manejo de la liquidez mediante la compra o venta definitiva de títulos de deuda pública (TES) en el mercado secundario.

*iv. Aportes a organismos internacionales*

Están conformados por participaciones del Banco en entidades multilaterales de crédito, pero que no constituyen activos de reserva, y que fueron realizados con anterioridad a la vigencia de la Ley 31 de 1992, así: aportes al FMI constituidos en moneda legal, al Banco Interamericano de Desarrollo (BID), al Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), y a la Corporación Andina de Fomento (CAF). Su participación, 4,1% del total de activos tiene su contrapartida en los pasivos por un monto similar, de forma que, en términos netos, solo representan el 1,0% de los activos totales del Banco.

*v. Otros activos netos*

Están conformados principalmente por los derechos fiduciarios sobre los recursos del pasivo pensional entregado a entidades especializadas para su administración; por las propiedades y equipo; por los bienes de arte y cultura representados, especialmente, en el material bibliográfico en las diferentes bibliotecas del país y en las colecciones de orfebrería y artes plásticas, y por las existencias de metales preciosos no monetarios. Además, se encuentra la valorización contable de los inmuebles y bienes de arte y cultura, cuya contrapartida se refleja en el superávit patrimonial. La participación de este rubro es del 7,0% del total de activos.

**b. Pasivo**

*i. Base monetaria*

Está conformada por los billetes y monedas en circulación y las cuentas corrientes de los intermediarios financieros. Constituye el principal pasivo del Banco, con una participación del 57,9% del total de pasivo y patrimonio. Los costos generados por estos pasivos, como son los costos de producción de las especies monetarias (billetes y moneda metálica) y remuneración al encaje, se reflejan en los egresos de la entidad.

*La base monetaria constituye el principal pasivo del Banco, con una participación del 57,9% del total de pasivo y patrimonio.*

*ii. Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional*

Corresponde a los depósitos en moneda nacional del Gobierno constituidos por medio de la Dirección del Tesoro Nacional, que participan con el 4,0% del total de

*El patrimonio representa el 30,5% del total de los activos del Banco.*

pasivo y patrimonio. Estos depósitos tienen remuneración por plazos y se reflejan en los egresos operacionales del Banco.

*iii. Obligaciones con los organismos internacionales*

Corresponde a los aportes constituidos en moneda nacional y moneda extranjera que se encuentran a disposición de los organismos internacionales.

*iv. Otros pasivos*

Se encuentran conformados, principalmente, por la provisión registrada por concepto de pensiones de jubilación y las obligaciones laborales. Participan con el 1,3% del total de pasivo y patrimonio.

**c. Patrimonio**

El patrimonio representa el 30,5% del total de los activos del Banco. Está conformado por, el capital inicial, las reservas estatutarias, el superávit y los resultados del ejercicio.

El concepto más importante del patrimonio lo constituye el superávit, el cual participa con el 24,5% del pasivo total y patrimonio. En este rubro se registran los diferenciales cambiarios que provienen de la devaluación acumulada del peso frente al dólar, que resulta de reexpresar en pesos los activos de reserva.

De otra parte, las reservas estatutarias representan el 3,8% del pasivo total y patrimonio, y están distribuidas de la siguiente forma: reserva para fluctuaciones de monedas: \$2.377,9 mm; reserva de resultados cambiarios: \$11,7 mm, y, reserva para protección de activos: \$3,9 mm.

**2. Estado de resultados**

El estado de resultados del Banco de la República, para efectos administrativos y presupuestales, se presenta clasificado en monetario, corporativo y gastos de pensionados.

El presupuesto monetario agrupa los resultados de las funciones constitucionales del Banco como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, banco de emisión, administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito, y agente fiscal del Gobierno.

El presupuesto corporativo agrupa los resultados propios de la gestión administrativa del Banco como agente fiduciario, ingresos por comisiones de servicios bancarios, por compra y venta de metales preciosos, gastos de personal y pensionados, gastos de funcionamiento y gastos culturales.

*Históricamente, los ingresos monetarios del Banco han representado más del 90% del total de los ingresos.*

**a. Ingresos y gastos de origen monetario**

Históricamente, los ingresos monetarios del Banco han representado más del 90% del total de los ingresos. Estos ingresos no son de fácil proyección en la medida en que dependen de variables tales como: las tasas de interés, las fluctuaciones externas e internas de los precios de mercado de los portafolios de inversión y el precio de las monedas de reserva frente al peso colombiano. Asimismo, estos ingresos dependen de las medidas monetarias y cambiarias que adopte la JDBR.

Constituyen ingresos monetarios del Banco:

- los rendimientos obtenidos del portafolio de las reservas internacionales;
- la valoración del portafolio de inversiones en títulos de deuda pública, que se utiliza para las operaciones de liquidez permanente;
- los intereses recibidos por las operaciones de liquidez transitoria (repo);
- las diferencias en cambio favorables generadas sobre los activos y pasivos en moneda extranjera (diferentes a las reservas internacionales), ocasionadas por la variación del peso frente al dólar;
- los ingresos generados por la puesta en circulación de las monedas que son iguales a su valor facial. Así mismo, cuando se destruye moneda, el metal recuperado produce un ingreso adicional;
- los dividendos recibidos por los aportes que tiene el Banco en la CAF, y
- otros ingresos menores.

Constituyen egresos monetarios del Banco:

- los intereses que se pagan a los establecimientos de crédito por la remuneración al encaje sobre las cuentas de ahorro y CDT<sup>70</sup>;
- los intereses pagados a la Dirección del Tesoro Nacional sobre los fondos depositados en el Banco, de acuerdo con la Ley 31 de 1992;
- las comisiones y gastos pagados por la administración, custodia de títulos y asesoría legal para el manejo de las reservas internacionales en el exterior;

---

70 A partir de febrero de 2009 se eliminó la remuneración al encaje sobre las cuentas corrientes y de ahorro y demás depósitos a la vista.

Los gastos de personal, dentro de los cuales se destacan los salarios, prestaciones sociales, aportes parafiscales, capacitación y servicio médico, han decrecido 13,5% en los últimos 10 años.

- las diferencias en cambios desfavorables generadas sobre los activos y pasivos (diferentes a las reservas internacionales) en moneda extranjera, ocasionadas por la variación del peso frente al dólar;
- el costo de la impresión, importación de materia prima, acuñación, destrucción y distribución nacional de las especies monetarias, el cual se registra en el egreso en el momento de poner en circulación los billetes y monedas, y
- otros egresos menores, donde se destacan las comisiones pagadas por la administración delegada del portafolio del FAEP y los gastos por el uso del sistema *swift*.

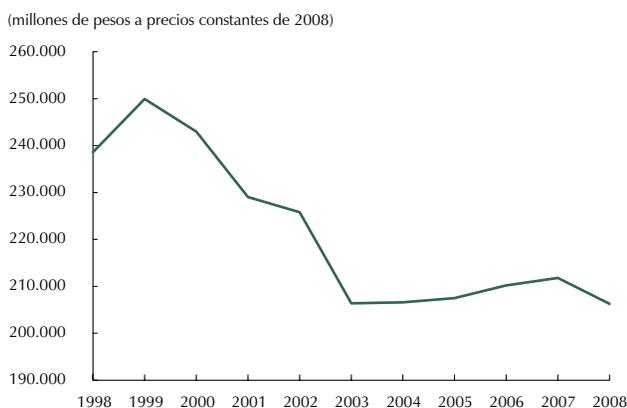
#### **b. Ingresos y egresos corporativos**

Los ingresos considerados corporativos representan usualmente el 10% de los ingresos totales, y son:

- Las comisiones que percibe el Banco por ser agente del Gobierno en la edición, colocación y administración en el mercado de los títulos de deuda pública y la administración del portafolio del FAEP.
- Las comisiones recibidas de los intermediarios financieros por la prestación de servicios bancarios como: la provisión de efectivo, la compensación de cheques, la custodia y operación de títulos en el Depósito Central de Valores (DCV), la transferencia interbancaria de fondos, el servicio electrónico de negociación (SEN), que le permite a las entidades afiliadas la compra-venta secundaria de títulos valores emitidos y administrados por el Banco, así como la realización de operaciones de tesorería y operaciones repo.

Por su parte, los egresos corporativos representan, aproximadamente, entre el 25% y el 35% de los egresos totales, y son:

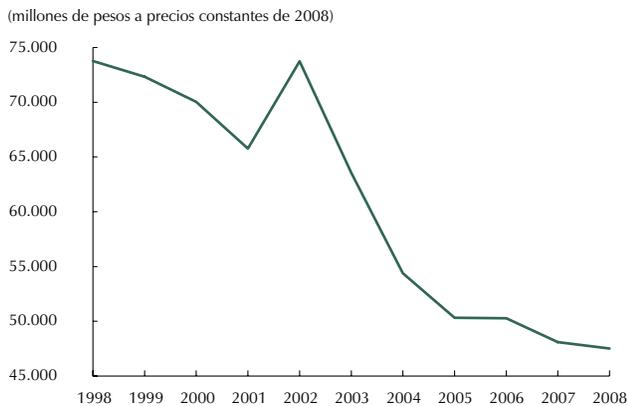
Gráfico 61  
Gastos de personal



Fuente: Banco de la República.

- Los gastos de personal, dentro de los cuales se destacan los salarios, prestaciones sociales, aportes parafiscales, capacitación y servicio médico, han decrecido 13,5% en los últimos 10 años (Gráfico 61). La reducción está asociada en forma directa con la disminución en la planta de personal activo. Es así como en 2002, 212 empleados se acogieron a un plan de pensión temprana establecido por el Banco.
- Los gastos generales o de funcionamiento, que incluyen, los servicios públicos, servicios de aseo y vigilancia, mantenimiento y reparaciones, y otros servicios contratados con terceros,

Gráfico 62  
Gastos generales



Fuente: Banco de la República.

entre otros, que han decrecido 35,6% en el período 1998-2008 (Gráfico 62).

La reducción registrada en los gastos generales del Banco es resultado de: i) el programa de racionalización del gasto orientado a cambios estructurales, tales como la revisión de procesos, esquemas de operación, costos, proveedores, planes y tarifas; ii) la reconsideración de necesidades en consumo, y iii) el énfasis en el seguimiento a la ejecución y metas de ahorro.

El crecimiento presentado en el año 2002 fue producto del aporte de \$10.000 m que el Banco de la República realizó por medio del Fondo Financiero de Proyectos de Desarrollo (Fonade), al Plan Nacional de Lecturas y Bibliotecas, coordinado por el Ministerio de Cultura.

- Los gastos por impuestos, seguros y contribuciones.
- Los gastos culturales propios de la actividad son aquellos en los que se incurre en el desarrollo del plan de actividades de las áreas de biblioteca, artes plásticas, música, numismática, Museo del Oro y en sucursales.
- Los egresos por depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros egresos menores.

### c. *Gastos de pensionados*

*Los gastos generales o de funcionamiento han decrecido 35,6% en el período 1998-2008.*

Las provisiones del pasivo pensional se encuentran realmente constituidas, y se actualizan de acuerdo con las estimaciones del cálculo actuarial, para formar un esquema de financiamiento autosuficiente. Los recursos del pasivo pensional son administrados por varias entidades especializadas en fiducia, mediante un patrimonio autónomo, y sus rendimientos sufragan parte de los gastos relacionados con pensiones.

Por lo anterior, los gastos de pensionados se presentan separados de los egresos corporativos; registran el resultado neto de los ingresos obtenidos como producto de los rendimientos del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional e intereses de los préstamos de vivienda otorgados a los empleados del Banco y los gastos de pensionados correspondientes a las mesadas, la provisión del cálculo actuarial y otros gastos.

## REAPERTURA DEL MUSEO DEL ORO

El 2 de noviembre de 2008 el Museo del Oro del Banco de la República inauguró una nueva exposición permanente y una estructura renovada y ampliada, con el objetivo de maximizar la capacidad del edificio para recibir público nacional e internacional deseoso por conocer la colección de metalurgia prehispánica de reconocimiento mundial.

El proyecto de transformación del Museo fue previsto en dos etapas: en diciembre de 2004 se abrió la primera en el nuevo edificio, y en noviembre de 2008 se inauguró el nuevo Museo del Oro, que unió al edificio de 1968 (el cual fue totalmente remodelado). La transformación conllevó la renovación y actualización de su guión científico y museográfico, el incremento de objetos en exposición permanente, nuevos servicios para el público y la adopción de un nuevo concepto de la museografía, con el fin de exhibir y divulgar nuestras colecciones, así como otras muestras.

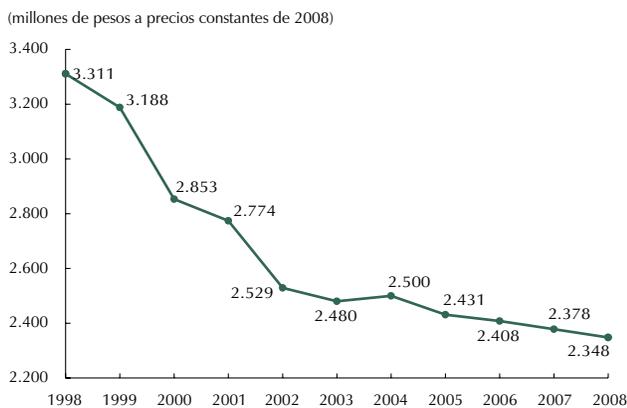
A continuación se presentan algunos datos relevantes:

- El área construida se duplicó, al pasar de 7.000 m<sup>2</sup> a 13.000 m<sup>2</sup>;
- el área dedicada a la exhibición permanente pasó de 830 m<sup>2</sup> a 1.814 m<sup>2</sup>;

- la zona de exposiciones temporales se cuadruplicó, al contar actualmente con cuatro salas, que suman 4.000 m<sup>2</sup>;
- la muestra exhibida permanentemente en el museo será de casi 6.000 piezas, una cuarta parte de las cuales no habían podido exponerse al público por falta de espacio;
- el costo total del proyecto de ampliación del Museo del Oro fue de \$18.592 m para la primera etapa y de \$22.411 m en la segunda etapa del proyecto.
- luego de la inauguración del Museo el número de visitantes nacionales e internacionales ha sido el siguiente:

Mes	Cantidad de visitantes
Noviembre de 2008	46.305
Diciembre de 2008	35.890
Enero de 2009	51.928

Gráfico 63  
Evolución de la planta de personal del Banco de la República (a diciembre de cada año)



Fuente: Banco de la República.

## C. REDUCCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL

La reducción de los gastos de personal ha estado acompañada de una disminución constante de la planta de personal del Banco de la República. Es así como en el período 1998-2008 el Banco redujo su planta de personal en un 29,1% (Gráfico 63), al pasar de 3.311 a 2.348 empleados. Esta reducción se logró mediante planes de pensión temprana, planes de retiro con bonificación y el no cubrimiento de vacantes, previendo únicamente las que se consideran indispensables.

### 1. Estado de resultados en 2008

El estado de resultados del Banco de la República en 2008 presentó utilidades por \$1.321,8 mm (Cuadro 27), producto de ingresos por \$2.965,9 mm y egresos

Cuadro 27  
Pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2007-2008  
(miles de millones de pesos)

	Ejecución a:		Variaciones anuales:	
	Dic. 2007	Dic. 2008	Porcentual	Absoluta
	A	B	(B/A)	(B - A)
<b>1. Ingresos de P y G</b>	<b>3.496,7</b>	<b>2.965,9</b>	<b>(15,2)</b>	<b>(530,8)</b>
<b>A. Ingresos monetarios</b>	<b>3.317,4</b>	<b>2.798,6</b>	<b>(15,6)</b>	<b>(518,7)</b>
1. Intereses y rendimientos	3.153,6	2.514,0	(20,3)	(639,7)
Reservas internacionales	2.746,3	2.119,8	(22,8)	(626,5)
Otros intereses	30,7	13,5	(56,0)	(17,2)
Operaciones de liquidez (repos y apoyos transitorios)	305,4	311,7	2,1	6,3
Valoración de TES	69,7	68,4	(1,9)	(1,3)
Valoración de otros títulos	1,5	0,6	(62,7)	(1,0)
2. Diferencias en cambio	60,3	224,9	272,9	164,6
3. Moneda metálica	84,6	47,3	(44,1)	(37,3)
4. Otros	18,8	12,5	(33,4)	(6,3)
<b>B. Ingresos corporativos</b>	<b>179,3</b>	<b>167,3</b>	<b>(6,7)</b>	<b>(12,0)</b>
<b>2. Egresos de P y G</b>	<b>1.511,7</b>	<b>1.644,1</b>	<b>8,8</b>	<b>132,5</b>
<b>A. Egresos monetarios</b>	<b>1.051,0</b>	<b>1.249,1</b>	<b>18,8</b>	<b>198,1</b>
1. Intereses y rendimientos	758,9	955,5	25,9	196,6
Encaje en cuentas de depósito	120,4	163,2	35,5	42,8
Cuentas de depósito, Dirección del Tesoro Nacional	534,7	708,3	32,5	173,7
Gastos en operaciones de contracción monetaria	17,9	15,6	(12,7)	(2,3)
Gastos en administración de reservas internacionales	85,9	68,4	(20,4)	(17,5)
2. Diferencias en cambio	144,2	175,9	22,0	31,7
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	136,9	113,9	(16,8)	(23,0)
4. Otros	11,1	3,8	(65,9)	(7,3)
<b>B. Egresos corporativos</b>	<b>309,7</b>	<b>322,4</b>	<b>4,1</b>	<b>12,7</b>
1. Gastos de personal	196,7	206,3	4,9	9,6
2. Gastos generales	44,7	47,5	6,4	2,8
3. Impuestos	7,2	7,2	(0,4)	(0,0)
4. Seguros	6,4	6,0	(6,8)	(0,4)
5. Contribuciones y afiliaciones	6,2	4,6	(25,8)	(1,6)
6. Gastos culturales	8,4	8,7	3,8	0,3
7. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros <sup>a/</sup>	40,2	42,2	5,1	2,0
<b>C. Gastos de pensionados</b>	<b>150,9</b>	<b>72,6</b>	<b>(51,9)</b>	<b>(78,3)</b>
<b>3. Resultado operacional (1 - 2)</b>	<b>1.985,0</b>	<b>1.321,8</b>	<b>(33,4)</b>	<b>(663,2)</b>

a/ Incluye diferido del software.  
Fuente: Banco de la República

*El estado de resultados del Banco de la República en 2008 presentó utilidades por \$1.321,8 mm, de estas utilidades en febrero de 2009 se transfirió al Gobierno nacional el equivalente en dólares de \$818,6 mm.*

por \$1.644,1 mm. Como se detalla más adelante, de estas utilidades en febrero de 2009 se transfirió al Gobierno nacional el equivalente en dólares de \$818,6 mm, una vez hechas las reservas que ordenan los estatutos del Banco.

Los ingresos se originaron principalmente en el rendimiento de las reservas internacionales, \$2.119,8 mm (US\$1.004,5 m). Otros ingresos que se destacan son: el rendimiento por operaciones de liquidez (repos) por \$311,7 mm; las diferencias en cambio<sup>71</sup> (\$224,9 mm); las comisiones recibidas por la prestación de servicios al sector financiero en desarrollo de las funciones como banquero de bancos (\$123,3 mm) y la valoración de TES (\$68,4 mm).

Por su parte, los principales egresos fueron: la remuneración a los depósitos del Gobierno nacional (\$708,3 mm); remuneración al encaje (\$163,2 mm); las diferencias en cambio<sup>72</sup> (\$175,9 mm); los gastos de personal (\$206,3 mm); el costo de emisión de especies monetarias (\$113,9 mm), y los gastos generales (\$47,5 mm).

El rendimiento de las reservas internacionales netas al 31 de diciembre de 2008 fue de \$2.119,8 mm. Las ganancias obtenidas por la valorización de las inversiones, así como por la causación de intereses, ascendieron a \$2.136,9 mm, mientras que los rendimientos por diferencial cambiario registraron un valor negativo de \$17,1 mm debido al fortalecimiento del dólar frente al euro<sup>73</sup>.

Durante 2008 la inversión de las reservas registró un rendimiento anual de 4,86%, el cual estuvo asociado con la coyuntura internacional, en especial durante el último trimestre del año, periodo en el cual se presentó una reducción importante de la tasa de la Fed<sup>74</sup>, como consecuencia de la crisis de liquidez, con lo cual los activos en los que se invierten las reservas reflejaron valorizaciones importantes.

Con relación a los gastos, se destaca la reducción, en términos reales, del 55,3% en los egresos netos de pensionados frente al año anterior por efecto de mayores rendimientos del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional (\$86,4 mm), que obedecieron a la valorización del portafolio debido al comportamiento observado en el último trimestre del año de las tasas de negociación de los TES, títulos en los que está invertida la mayoría del portafolio (en 2008, el 82% aproximadamente). Cabe resaltar el resultado de los gastos de personal y gastos generales, que en términos reales decrecieron el 2,6% y 1,2% respectivamente, frente a los de 2007.

---

71 Se refiere a la valorización de activos en moneda extranjera que no afectan las reservas internacionales, por la devaluación del peso frente al dólar.

72 Se refiere a la valorización de los pasivos en moneda extranjera que no afectan las reservas internacionales, por la devaluación del peso frente al dólar.

73 El euro pasó de 1,4621 a 1,3901 dólares por euro entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008. El yen pasó de 111,7150 a 90,6500 yenes por dólar entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008.

74 Durante 2008 la tasa de la Fed se redujo en 400 pb.

## 2. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los estatutos del Banco de la República, la JDBR dispuso distribuir en el presente año recursos por \$818,6 mm, originados en las utilidades obtenidas en el ejercicio de 2008, una vez constituidas las reservas contempladas en los artículos 60, 61 y 63 de los Estatutos del Banco (Decreto 2520 de diciembre 14 de 1993), y descontando el valor de la inversión neta en activos para la actividad cultural. Como ya se mencionó, luego de este ejercicio se entregaron al Gobierno nacional US\$320,4 m, equivalentes a \$818,6 mm (Cuadro 28).

Cuadro 28  
Distribución de utilidades de 2008 y utilización de las reservas del Banco de la República  
(miles de millones de pesos)

Resultado del ejercicio año 2008	1.321,8
<b>Más: utilización de reservas</b>	<b>30,3</b>
Reserva para protección de activos	1,8
Reserva resultados cambiarios	11,7
Reserva para fluctuación de monedas	16,8
<b>Menos: constitución de reservas</b>	<b>533,5</b>
Reserva para fluctuación de monedas	
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	30,0
Reserva de estabilización cambiaria y monetaria	503,5
<b>Resultado neto a favor del Gobierno nacional</b>	<b>818,6</b>

Fuente: Banco de la República.

De esta forma, y una vez constituidas las reservas patrimoniales, el saldo de éstas es el siguiente: i) reserva para fluctuación de monedas<sup>75</sup> (\$2.361,1 mm); ii) reserva para protección de activos por \$2,1 mm; y iii) reserva de estabilización monetaria y cambiaria por \$503,5 mm. Conforme a lo previsto en los estatutos se constituyó la reserva para estabilización monetaria y cambiaria, dado que se proyectan posibles pérdidas para los próximos dos años.

## 3. Balance del Banco de la República

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República al 31 de diciembre de 2008, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre de 2007 (Cuadro 29).

75 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 29

Balance del Banco de la República, clasificados por criterio económico, diciembre de 2007 y diciembre de 2008  
(miles de millones de pesos)

	Diciembre de 2007		Diciembre de 2008		Variación	
	Saldos	Porcentaje	Saldos	Porcentaje	Absoluta	Porcentual
<b>Activos</b>	<b>54.749</b>	<b>100,0</b>	<b>62.508</b>	<b>100,0</b>	<b>7.759</b>	<b>14,2</b>
Reservas internacionales brutas	42.219	77,1	53.938	86,3	11.719	27,8
Aportes en organismos internacionales	2.571	4,7	2.538	4,1	(33)	(1,3)
Inversiones	1.364	2,5	900	1,4	(464)	(34,0)
Sector público: deuda consolidada	0	0,0	0	0,0	0	
Sector público: regulación monetaria	1.306	2,4	864	1,4	(442)	(33,8)
Bonos de capitalización de la banca pública y otros	58	0,1	36	0,1	(22)	(37,7)
Cartera de créditos	0	0,0	1	0,0	1	180,2
Sector público y Gobierno nacional	1	0,0	1	0,0	(0)	(21,4)
Corporaciones financieras	0	0,0	0	0,0	0	
Otros créditos	0	0,0	4	0,0	4	
Provisión	(1)	(0,0)	(4)	(0,0)	(3)	297,4
Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez	5.403	9,9	1.547	2,5	(3.856)	(71,4)
Cuentas por cobrar	41	0,1	37	0,1	(4)	(8,6)
Otros activos netos	3.150	5,8	3.547	5,7	396	12,6
<b>Pasivo y patrimonio</b>	<b>54.749</b>	<b>100,0</b>	<b>62.508</b>	<b>100,0</b>	<b>7.759</b>	<b>14,2</b>
<b>Pasivo</b>	<b>41.532</b>	<b>75,9</b>	<b>43.460</b>	<b>69,5</b>	<b>1.928</b>	<b>4,6</b>
Pasivos en m/e que afectan las reservas internacionales	13	0,0	25	0,0	13	97,5
Base monetaria	32.415	59,2	36.194	57,9	3.779	11,7
Billetes en circulación	26.842	49,0	29.875	47,8	3.034	11,3
Moneda de tesorería	620	1,1	666	1,1	46	7,4
Depósitos para encaje de bancos	4.609	8,4	5.074	8,1	465	10,1
Depósitos en cuenta corriente resto del sector financiero	345	0,6	578	0,9	234	67,8
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	259	0,5	1.624	2,6	1.365	526,8
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	1.060	1,9	15	0,0	(1.044)	(98,6)
Otros depósitos	73	0,1	108	0,2	35	48,2
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional m/n	4.661	8,5	2.487	4,0	(2.174)	(46,6)
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional m/e	174	0,3	151	0,2	(23)	(13,2)
Obligaciones con organismos internacionales	2.052	3,7	1.940	3,1	(112)	(5,5)
Cuentas por pagar	59	0,1	78	0,1	19	32,6
Otros pasivos	767	1,4	837	1,3	70	9,1
<b>Patrimonio total</b>	<b>13.217</b>	<b>24,1</b>	<b>19.049</b>	<b>30,5</b>	<b>5.831</b>	<b>44,1</b>
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	1.832	3,3	2.393	3,8	562	30,7
Superávit patrimonial	9.388	17,1	15.321	24,5	5.933	63,2
Liquidación CEC	453	0,8	453	0,7	0	0,0
Ajuste cambiario desde 1993 en adelante y superávit	7.798	14,2	13.623	21,8	5.825	74,7
Otros	95	0,2	103	0,2	8	8,4
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	1.042	1,9	1.142	1,8	100	9,6

Cuadro 29 (continuación)  
Balance del Banco de la República, clasificados por criterio económico, diciembre de 2007 y diciembre de 2008  
(miles de millones de pesos)

	Diciembre de 2007		Diciembre de 2008		Variación	
	Saldos	Porcentaje	Saldos	Porcentaje	Absoluta	Porcentual
Resultados	1.985	3,6	1.322	2,1	(663)	(33,4)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.985	3,6	1.322	2,1	(663)	(33,4)

Fuente: Banco de la República.

#### **a. Activo**

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$62.508 mm al 31 de diciembre de 2008. Esta cifra supera en \$7.759 mm (14,2%) el saldo observado en diciembre de 2007, cuando los activos ascendieron a \$54.749 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

*i. Reservas internacionales:* al cierre de diciembre de 2008 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$53.938 mm (US\$24.041 m). En el año 2008 se presentó una variación de las reservas en pesos por \$11.719 mm (28%), explicada, principalmente por: i) mayores reservas por la compra neta de divisas (\$3.913,9 mm); ii) el ajuste de cambio, resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar, lo que aumentó el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas en \$5.825 mm, y iii) el rendimiento por intereses y valoración que produjo un aumento de las reservas de \$2.137 mm.

*ii. Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado ascendió a \$900 mm en diciembre de 2008, inferior en \$464 mm con respecto al cierre de 2007. Esta caída se debió, principalmente, a: i) ventas netas de TES por valor de \$335 mm; ii) vencimientos de principal y cupones por \$150 mm y \$60 mm, respectivamente; iii) reintegro de títulos TES B por \$28 mm por parte de las sociedades fiduciarias al Banco de la República y iv) desvalorización del portafolio por el aumento de las tasas de negociación de los TES durante 2008 por \$2 mm.

*iii. Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de \$1.547 mm al finalizar el año 2008, lo que significó una disminución de \$3.856 mm (71%) con respecto al cierre de 2007.

#### **b. Pasivo**

Al cierre de 2008 el saldo de los pasivos fue \$43.460 mm, superior en \$1.928 mm (5%) al registrado al finalizar 2007. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

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

\$2.487 mm al cierre de 2008. Este monto es inferior en \$2.174 mm (47%) al registrado en diciembre de 2007.

- Base monetaria: al finalizar el año 2008 la base monetaria ascendió a \$36.194 mm, cifra superior en \$3.779 mm (12%) a la registrada al cierre de 2007.

#### **c. Patrimonio**

El patrimonio ascendió a \$19.049 mm, cifra superior en \$5.831 mm (44%) con respecto a diciembre de 2007, como resultado, básicamente, de la variación de la cuenta de ajuste de cambio. Esta última se incrementó en \$5.825 mm (75%), debido a la depreciación del peso frente al dólar, lo cual, como se mencionó, produjo un incremento del saldo de reservas internacionales expresado en pesos.

#### **4. Proyección de ingresos y gastos para 2009**

Para el presente año se estiman ingresos totales por \$1.122,8 mm y egresos por \$1.359,9 mm, por lo cual se proyecta un resultado operacional negativo de \$237,0 mm (Cuadro 30).

Las principales fuentes de ingresos serían los intereses y rendimientos de las reservas internacionales (\$565,0 mm); la valoración del portafolio de TES adquirido por el Banco de la República (\$93,6 mm), las comisiones recibidas (\$106,1 mm) y la diferencia en cambio sobre activos en moneda extranjera (\$178,1 mm).

Si bien los rendimientos de las reservas internacionales fueron altos durante los últimos dieciocho meses, debido a la valorización de los papeles en el portafolio, se proyecta que las utilidades sean bajas durante 2009. La decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de llevar su tasa de interés a un rango que se encuentre entre 0% y 0,25%, hace que el rendimiento proyectado para las inversiones de las reservas sea inferior a 1%, en la medida en que los intereses percibidos por las inversiones son muy bajos y en que las perspectivas de mayor valorización de los títulos son muy limitadas<sup>76</sup>.

La proyección del rendimiento del portafolio de reservas no incorpora los posibles efectos por variación en las tasas de cambio de las monedas del portafolio, por lo cual los ingresos esperados por este concepto están sujetos a la incertidumbre referente al comportamiento de las tasas de cambio del dólar frente al euro y al yen.

En cuanto al ingreso en operaciones de liquidez repo, se estima una reducción de \$266,6 mm, resultado de la posición deudora neta con el sistema financiero. Estas proyecciones son consistentes con un crecimiento promedio de la base monetaria

---

76 En 2008 la tasa de referencia de la Fed inició en 4,25% y terminó en 0,25%.

Cuadro 30  
Estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2008-2009  
(miles de millones de pesos)

	Diciembre	Proyectado	Variaciones anuales:	
	2008 (A)	2009 (B)	Porcentual (B/A)	Absoluta (B - A)
<b>1. Ingresos de P y G</b>	<b>2.965,9</b>	<b>1.122,8</b>	<b>(62,1)</b>	<b>(1.843,1)</b>
<b>A. Ingresos monetarios</b>	<b>2.798,6</b>	<b>967,7</b>	<b>(65,4)</b>	<b>(1.830,9)</b>
1. Intereses y rendimientos	2.514,0	703,7	(72,0)	(1.810,2)
Reservas internacionales	2.119,8	565,0	(73,3)	(1.554,8)
Otros intereses	13,5	0,0	(100,0)	(13,5)
Operaciones de liquidez - repos y apoyos transitorios	311,7	45,2	(85,5)	(266,6)
Valoración de TES	68,4	93,6	36,8	25,2
Valoración de otros títulos	0,6	0,0	(99,5)	(0,6)
2. Diferencias en cambio	224,9	178,1	(20,8)	(46,8)
3. Moneda metálica	47,3	75,5	59,8	28,3
4. Otros	12,5	10,4	(16,9)	(2,1)
<b>B. Ingresos corporativos</b>	<b>167,3</b>	<b>155,1</b>	<b>(7,3)</b>	<b>(12,2)</b>
1. Comisiones	123,3	106,1	(14,0)	(17,2)
Servicios bancarios	59,0	60,8	3,1	1,9
Negocios fiduciarios	49,4	45,3	(8,3)	(4,1)
Otras comisiones	15,0	0,0	(100,0)	(15,0)
2. Otros	43,9	49,0	11,5	5,1
<b>2. Egresos de P y G</b>	<b>1.644,1</b>	<b>1.359,9</b>	<b>(17,3)</b>	<b>(284,3)</b>
<b>A. Egresos monetarios</b>	<b>1.249,1</b>	<b>899,4</b>	<b>(28,0)</b>	<b>(349,7)</b>
1. Intereses y rendimientos	955,5	668,8	(30,0)	(286,8)
Encaje en cuentas de depósito	163,2	105,8	(35,1)	(57,4)
Cuentas de depósito en la Dirección del Tesoro Nacional	708,3	391,0	(44,8)	(317,3)
Gastos en operaciones de contracción monetaria	15,6	27,6	76,4	12,0
Gastos en administración de reservas internacionales	68,4	144,3	111,0	75,9
2. Diferencias en cambio	175,9	68,1	(61,3)	(107,7)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	113,9	147,4	29,4	33,4
4. Otros	3,8	15,1	301,6	11,4
<b>B. Egresos corporativos</b>	<b>322,4</b>	<b>365,4</b>	<b>13,3</b>	<b>43,0</b>
1. Gastos de personal	206,3	226,6	9,8	20,3
2. Gastos generales	47,5	51,4	8,2	3,9
3. Impuestos	7,2	8,3	15,6	1,1
4. Seguros	6,0	7,1	19,4	1,2
5. Contribuciones y afiliaciones	4,6	4,8	5,3	0,2
6. Gastos culturales	8,7	10,0	15,4	1,3
7. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros <sup>a/</sup>	42,2	57,1	35,2	14,9
<b>C. Gastos de pensionados</b>	<b>72,6</b>	<b>95,1</b>	<b>30,9</b>	<b>22,5</b>
<b>3. Resultado operacional (1 - 2)</b>	<b>1.321,8</b>	<b>(237,0)</b>	<b>(117,9)</b>	<b>(1.558,8)</b>

a/ Incluye diferido del software.  
Fuente: Banco de la República.

del 11,7% anual y de los depósitos promedio de la Tesorería General en el Banco de la República, que pasarían de \$7.581,3 mm en 2008, a \$4.523,2 mm en 2009.

Del total proyectado de los egresos, el 66,1% corresponde a los monetarios, los que ascienden a \$899,4 mm, monto inferior en \$349,7 mm con respecto a 2008. Entre ellos, los principales son:

1. Remuneración al encaje por \$105,8 mm y remuneración a la cuenta de depósito de la Tesorería por \$391 mm, lo que implica una reducción por ambos conceptos del 43,0% anual. El menor egreso es producto de la disminución de los depósitos de la Tesorería General de la Nación y de la tasa de referencia. En cuanto al encaje, se eliminó la remuneración sobre el encaje requerido de las cuentas corrientes, de ahorro y demás depósitos a la vista a partir de febrero de 2009<sup>77</sup>.
2. Se estima que los gastos por operaciones de contracción monetaria se incrementarán en \$75,9 mm, producto de la posición deudora neta del Banco frente al sistema financiero.
3. El costo de emisión de especies monetarias (\$147,4 mm), con un crecimiento del 29,4% anual, de acuerdo con el programa de producción de monedas para el año.
4. Los gastos de personal por \$226,6 mm, los cuales reflejan los compromisos de la convención colectiva.
5. Gastos generales por \$51,4 mm, cuyo incremento anual es del 3,1% en términos reales, lo cual está asociado con mayores gastos por la entrada en funcionamiento del Museo del Oro, entre otros.
6. Gastos de pensiones de jubilación por \$95,1 mm, de los cuales se calcula un incremento de \$22,5 mm frente a 2008, debido a que los rendimientos estimados del portafolio de los recursos para pensiones serían de \$97,5 mm en 2009, frente a \$153,8 mm causados en el año anterior. El menor rendimiento se presenta como resultado de proyectar la valoración del mencionado portafolio con las tasas de interés de negociación de los títulos al cierre de 2008, sin incluir valorizaciones del portafolio por cuenta de cambios en las tasas de interés, las cuales contribuyeron a explicar el rendimiento de 2008.

---

77 Resolución Externa 2 de enero 30 de 2009 de la JDBR.

## RENDICIÓN DE CUENTAS

El Banco de la República cuenta con una serie de mecanismos que facilitan la comprensión por parte de los agentes económicos y el público en general de su proceso de toma de decisiones.

En primer lugar, está el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* que, conforme a lo previsto en el artículo 5 de la Ley 31 de 1992, se presenta al inicio de los períodos legislativos ordinarios del Congreso. En dicho Informe se incluyen las acciones de política monetaria, cambiaria y crediticia recientes y se provee una visión sobre el futuro de la economía. Así mismo, se incluye información sobre la política de administración de las reservas internacionales y de la situación financiera del Banco y sus perspectivas. Este documento es discutido en el seno de las comisiones terceras de Senado y Cámara.

En segundo lugar se encuentra el informe trimestral de inflación (*Informe sobre inflación*), que se ha convertido en una herramienta clave para la rendición de cuentas por parte del Emisor. En dicho informe el Gerente General presenta el estado de la economía y explica las decisiones tomadas por la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia durante el trimestre. Su presentación se hace en directo a través del Canal Institucional, durante la cual el Gerente responde en directo las preguntas que los ciudadanos le formulan vía telefónica (línea gratuita), mediante correo electrónico y las que entrega por escrito el público asistente.

En tercer lugar, el Banco divulga sus decisiones de política a través de comunicados de prensa que resumen la esencia del debate económico sobre las medidas adoptadas y, posteriormente, publica las minutas de la Junta Directiva informando los elementos de juicio tenidos en cuenta en la toma de decisiones de política monetaria.

Un cuarto mecanismo es la publicación anual de los estados financieros del Banco en diarios de amplia circulación nacional, y de manera mensual tanto en la página electrónica del Emisor como en la *Revista del Banco de la República*.

Además, el Gerente y los miembros de la Junta Directiva se reúnen periódicamente con grupos de empresarios de las diversas regiones del país en los denominados comités consultivos, con el objeto de intercambiar opiniones acerca de

la coyuntura y perspectivas de la economía, y explicar con mayor detenimiento las políticas adoptadas por el Banco.

A lo anterior se suman las competencias que tiene:

- i) La Procuraduría General de la Nación sobre todos los funcionarios de la entidad quienes se encuentran sujetos al Código Disciplinario Único;
- ii) el Presidente de la República, quien ha delegado las funciones de control y vigilancia en la Superintendencia Financiera y en un Auditor Especial;
- iii) la Contraloría General de la República, en la medida en que el Banco de la República realice actos de gestión fiscal;
- (iv) la Auditoría externa, PriceWaterhouse Coopers, que presta el servicio de auditoría financiera, y
- v) la jurisdicción contencioso-administrativa encargada de resolver las demandas que se presenten contra los actos administrativos proferidos por la Junta Directiva del Banco de la República y por el Banco como ejecutor de la política monetaria, cambiaria y crediticia.

Adicionalmente, en el Banco de la República se encuentran instituidos:

- i) Un Comité de Auditoría que tiene como propósito velar por la adecuada presentación y revelación de la información financiera del Banco y hacer seguimiento a los aspectos que se consideren significativos con respecto a la estructura y funcionamiento del sistema de control interno de la Institución.
- ii) Un Comité de Coordinación del Sistema de Control Interno, organismo asesor que evalúa la eficiencia y eficacia del Sistema de Control Interno y recomienda correctivos o modificaciones necesarias para el cumplimiento de los objetivos.
- iii) El Departamento de Control Interno, creado en cumplimiento de la Ley 87 del 29 de noviembre de 1993.
- iv) La Unidad de Riesgo Operativo y Continuidad del Negocio, encargada de la administración de sistemas de gestión del riesgo operativo y la continuidad de las tareas del Banco.

## TRANSPARENCIA

El Banco de la República, consciente de la importancia de la total transparencia en sus procesos y políticas, así como del mejoramiento continuo de los mismos, ha participado en los últimos años en el índice de transparencia nacional, organizado por la Corporación Transparencia por Colombia, que mide el nivel de transparencia y los riesgos de corrupción de las entidades públicas. En los resultados del índice, que corresponden al año 2005 —evaluación más reciente que se tiene disponible—, a nivel nacional el Banco se ubicó entre las tres entidades con mejores calificaciones en los diferentes factores analizados. La Corporación Transparencia por Colombia destacó que el Emisor ha avanzado en controles preventivos, abriendo espacios a la participación ciudadana y publicando periódicamente sus resultados.

De igual forma, durante estos años el Banco ha participado en la Encuesta sobre ambiente y desempeño institucional nacional, organizada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la cual tiene como objetivo conocer la percepción de los funcionarios acerca del ambien-

te (credibilidad en las reglas, políticas y frente a los recursos) y desempeño institucional (gestión por resultados, rendición de cuentas y bienestar laboral) de sus organizaciones. Los resultados obtenidos por el Banco de la República en el año 2007 lo ubican en el noveno lugar entre 149 entidades.

Adicionalmente, en la página electrónica del Banco se publica el plan de compras de la institución, el cual incluye la información de bienes y servicios incorporados en el presupuesto de inversión, así como el presupuesto de operación de la institución. También se publica el histórico de contratación de bienes y servicios.

Finalmente, a partir de 2007 se estableció un vínculo en la página del Banco, mediante la cual las personas interesadas y capacitadas para hacer parte de la institución pueden conocer las opciones de trabajo que ofrece el Emisor. Durante 2008 se registraron 15.529 hojas de vida por esta vía, contando con una diversidad de profesiones, edades y tiempo de experiencia.